

BALOGH CSABA

HATÁRON ÁTÍVELŐ AKVIZÍCIÓK
ÉS FÚZIÓK SIKERESSÉGÉT
MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK
VIZSGÁLATA

BEFEKTETÉSEK TANSZÉK

TÉMAVEZETŐ: GÁSPÁRNÉ VÉR KATALIN

BIRÁLÓ BIZOTTSÁG TAGJAI:

© Balogh Csaba 2006

BUDAPESTI CORVINUS EGYETEM
GAZDÁLKODÁSTUDOMÁNYI DOKTORI
PROGRAM

HATÁRON ÁTÍVELŐ AKVIZÍCIÓK
ÉS FÚZIÓK SIKERESSÉGÉT
MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK
VIZSGÁLATA

Ph.D. ÉRTEKEZÉS

Balogh Csaba
Budapest
2006

Tartalomjegyzék

Táblázatok jegyzéke	7
Ábrák jegyzéke	8
Függelék jegyzéke	9
BEVEZETÉS	10
<i>A téma aktualitása</i>	<i>10</i>
<i>A dolgozat felépítése</i>	<i>13</i>
<i>Eredmények</i>	<i>14</i>
I. RÉSZ	16
A TÉMA ELMÉLETI HÁTTERE	16
1. FOGALMAK	16
2. FOLYAMATOK	18
2.1 Nemzetközi folyamatok	18
2.2 Folyamatok a Közép-Kelet Európa-i régióban	21
3. A FOLYAMATOK MOZGATÓ RÚGÓI ÉS CÉLJAI	23
3.1 A folyamatok mozgató rúgói	23
3.2 Szinergia, mint elérendő cél	28
4. A TÉMA SZAKIRODALMA	33
4.1 Nemzetközi szakirodalom	33
4.2 Hazai szakirodalom	35
5. A TRANZAKCIÓK SIKERESSÉGE	37
5.1 A siker értelmezése	38
5.2 Az időtáv megválasztása	38
5.3 Az értékelés szempontjának meghatározása	39
5.4 A minta kiválasztása	40
6. A SIKER ELEMZÉSÉNEK LEHETSÉGES MÓDJAI	41
6.1 Piaci hozamok módszer	41
6.2 Számviteli adatokon alapuló módszer	42
6.3 Menedzseri felmérésen alapuló módszer	42
6.4 Esettanulmány	42
7. A SIKERT ELEMZŐ EDDIGI TANULMÁNYOK	45
7.1 Piaci hozamokon alapuló tanulmányok eredményei	46
7.2 Számviteli adatokon alapuló tanulmányok eredményei	47
7.3 Menedzseri felmérésen alapuló tanulmányok eredményei	47
7.4 Esettanulmányok eredményei	48
7.5 CBM&A tranzakciók sikerességét vizsgáló tanulmányok eredményei	48
8. A SIKERT BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐK AZ EDDIGI KUTATÁSOK ALAPJÁN	55
8.1 Kulturális különbségek	55
8.2 Humán erőforrás	57
8.3 Relatív méret	57
8.4 Kifizetett prémium	58
8.5 Előzetes tapasztalatok	58
8.6 A célvállalat országának gazdasági állapota	59
8.7 A tranzakció lebonyolításának sebessége	59
8.8 Iparági hatás	59
8.9 Földrajzi távolság	60

8.10 Az ajánlattétel típusa	60
8.11 A fizetés módja	61
8.12 Egyéb tényezők	61
II. RÉSZ.....	63
ALKALMAZANDÓ MÓDSZEREK ÉS ELJÁRÁSOK.....	63
9. A KUTATÁS TERVEZETE	63
9.1 A kutatás jellege, mintaválasztás és az elemzés típusa.....	63
9.2 A minta.....	63
9.3 Módszertan.....	64
9.4 Az elemzés időhorizontja	65
9.5 A siker értelmezése és a választott szemszög	66
9.6 A modell építésénél használt módszerek.....	67
10. A FELHASZNÁLNI SZÁNDÉKOZOTT VÁLTOZÓK KÖRE	69
10.1 A szervezeti megközelítési mód változói	69
10.2 A hagyományos megközelítési mód változói	72
11. HIPOTÉZISEK	78
III. RÉSZ	79
AZ EMPIRIKUS VIZSGÁLAT LEBONYOLÍTÁSA	79
12. ADATGYŰJTÉS ÉS FELDOLGOZÁS.....	79
13. MODELLBECSLÉS	80
13.1 Előzetes elemzések.....	81
13.2 Hozamszámítások	81
13.3 Tranzakciók a posteriori besorolása.....	82
13.4 Adatredukció	86
13.5 Hatásvizsgálatok	87
13.6 Tranzakciók a priori besorolása	87
13.7 Hozam előrejelzés.....	88
14. HIPOTÉZISEK VIZSGÁLATA	90
15. MODELL FINOMÍTÁS	94
16. A KUTATÁS EREDMÉNYEINEK INTERPRETÁLÁSA.....	96
17. JAVASLATOK.....	101
17.1 Javaslatok határon átvélő M&A tranzakciót tervező vállalatoknak	101
17.2 A kutatás korlátai és lehetséges kiterjesztései.....	102
18. FÜGGELÉK.....	104
19. HIVATKOZÁSOK JEGYZÉKE	128
20. BIBLIOGRÁFIA.....	139
20.1 M&A tranzakciók felvásárló vállalatainak tulajdonosai által realizált nulla illetve pozitív hozamot kimutató tanulmányok.....	141
20.2 M&A tranzakciók felvásárló vállalatainak tulajdonosai által realizált negatív hozamot kimutató tanulmányok	143
20.3 LBO M&A tranzakciók teljesítményét elemző tanulmányok.....	145
20.4 M&A tranzakciók célvállalat tulajdonosainak hozamát elemző tanulmányok	145
20.5 M&A tranzakciók felvásárló vállalatok tulajdonosainak hosszú távú hozamát vizsgáló tanulmányok	147
Statisztikai kifejezések szótára	149
A disszertáció témájában megjelent fontosabb saját publikációk.....	150

Táblázatok jegyzéke

1. táblázat: M&A hullámok stratégiai megfontolásai.....	19
2. táblázat: Az 1 milliárd USD-t meghaladó határon átvélő akvizíciók és fúziók 1987-2004 között.....	20
3. táblázat: A szinergiák funkcionális alapú csoportosítása	29
4. táblázat: A szinergiák rendszerezése.....	29
5. táblázat: M&A tranzakció szinergia értékének meghatározási módja	30
6. táblázat: M&A tranzakció költségének meghatározási módja	31
7. táblázat: M&A tranzakció nettó jelenértékének meghatározási módja	31
8. táblázat: M&A tranzakció sikerességének vizsgálatánál alkalmazható elemzési technikák összehasonlítása	44
9. táblázat: Akvizíció utáni vállalati teljesítményeket vizsgáló kutatások eredményei.....	45
10. táblázat: USA felvásárló vállalatok CBM&A tranzakcióit követő rövid távú CAR hozamát vizsgáló tanulmányok.....	50
11. táblázat: USA cél vállalatokat felvásárló vállalatok CBM&A tranzakcióit követő rövid távú CAR hozamát vizsgáló tanulmányok	51
12. táblázat: Hazai M&A tranzakciók hosszú távú jövedelmezőségét vizsgáló tanulmányok.....	53
13. táblázat: CBM&A tranzakciót követő hosszú távú jövedelmezőséget vizsgáló tanulmányok.....	54
14. táblázat: A becsülni kívánt regressziós modell általános alakja	76
15. táblázat: A szervezeti megközelítési mód változóira épülő kiindulási modell. 77	77
16. táblázat: A hagyományos megközelítési mód változóira épülő kiindulási modell	77
17. táblázat: A BAHR és CAR hozamszámítás eredményei.....	81
18. táblázat: A BAHR és CAR hozamokra végrehajtott egymintás t próba eredményei	82
19. táblázat: A kutatás eredményeinek összehasonlítása az eddigi CBM&A tranzakciót követő hosszú távú jövedelmezőséget vizsgáló tanulmányok eredményeivel	82
20. táblázat: A mintában szereplő CBM&A tranzakciók besorolása a végeredmény szerint	84
21. táblázat: A mintában szereplő CBM&A tranzakciók besorolásának végeredményén végrehajtott egymintás t próba eredményei.....	85
22. táblázat: A modellek összehasonlítása besorolási pontosságuk alapján	88
23. táblázat: A regresszió modellek összehasonlítása a modellszelekciós kritériumok alapján.....	89
24. táblázat: A javított és a kiindulási regresszió modellek összehasonlítása a modellszelekciós kritériumok alapján	95

Ábrák jegyzéke

1. ábra: A tervezett kutatás lépéseinek folyamatábrája	13
2. ábra: Akvizíciós és fúziós hullámok	18
3. ábra: A határon átívelő M&A értékeinek alakulása az 1988-2004 időszakban	20
4. ábra: CBM&A vásárlások a V 4-ek országaiban 1988-2004 között (Mil.USD)	21
5. ábra: CBM&A értékesítés a V 4-ek országaiban 1988-2004 között (Mil.USD)	21
6. ábra: A határon átívelő akvizíciók és fúziók tipizálása.....	22
7. ábra: A külföldi piacokra történő behatolás stratégiai lehetőségei.....	24
8. ábra: A stratégiai szövetségek kialakulására ható gazdasági tényezők.....	25
9. ábra: A közvetlen külföldi tőkebefektetések (FDI) és a határon átívelő akvizíciók és fúziók (CBM&A) értékeinek alakulása világviszonylatban 1987-2000 között (milliárd USD-ban)	26
10. ábra: A határon átívelő akvizíciók és fúziók kialakulására ható gazdasági tényezők	27
11. ábra: A szinergia felhajtó erői	30
12. ábra: M&A tranzakciók sikerességét vizsgáló kutatások eredményei	37
13. ábra: A felvásárló és felvásárolt vállalatok abnormális hozamainak alakulása az idő függvényében	39
14. ábra: A CBM&A tranzakciók besorolása a CAR illetve BAHHR hozamszámítási eljárások alapján.....	67
15. ábra: A kulturális kölcsönhatás fórumai	70
16. ábra: A vizsgálni kívánt tényezők és az azokat képviselő változók	75
17. ábra: A kialakított modell felépítése.....	80
18. ábra: A mintában szereplő CBM&A tranzakciók végeredmény szerinti besorolása	83

Függelék jegyzéke

1. melléklet: A kultúra dimenzió faktoranalízis menete és eredmény táblái	104
2. melléklet: A politikai-gazdasági irányítás dimenzió faktoranalízis menete és eredmény táblái.....	108
3. melléklet: A hagyományos megközelítési módra épülő diszkriminancia modell eredménye	111
4. melléklet: A szervezeti megközelítési módra épülő diszkriminancia modell eredménye	114
5. melléklet: A hagyományos és szervezeti megközelítési módokat integráló kombinált diszkriminancia modell eredménye.....	116
6. melléklet: A szervezeti megközelítési módra épülő regressziós modell eredménye	120
7. melléklet: A hagyományos megközelítési módra épülő regressziós modell eredménye	121
8. melléklet: A hagyományos és szervezeti megközelítési módokat integráló kombinált regressziós modell eredménye	122
9. melléklet: A javított kombinált regressziós modell első változatának eredménye	123
10. melléklet: A javított kombinált regressziós modell végső változatának eredménye	124
11. melléklet: A javított kombinált regressziós modell 8. változatának eredménye	125
12. melléklet: Az ellenkező előjelű regresziós együtthatóval rendelkező magyarázó változók korrelációs mátrixa	126
13. melléklet: A disszertációhoz kapcsolódó adatokat tartalmazó CD.....	127

BEVEZETÉS

A téma aktualitása

A magyar gazdaság az 1989/90-es gazdasági átalakulást követően az „emerging markets” kategóriából folyamatosan az egyre fejlettebb gazdaságok csoportjába kerül. Bízató jelei ennek az OECD valamint az Európai Unió tagságon túlmenően az elmúlt 4 – 5 évben magyar cégek által végrehajtott határon átvétel akvizíciós és (vagy) fúziós tranzakciók (*Cross – Border Mergers & Acquisitions*). Ezt igazolják a PricewaterhouseCoopers évente készített Közép- Európa országait magukba foglaló felméréseinek eredményei is. „Az egyes országok kifelé irányuló tranzakcióit tekintve változatlanul Magyarország a térség éllovasa, ahol a cégek külföldi terjeszkedése figyelhető meg. Mivel sok magyar cég a belföldi piac határaihoz érkezett, most külföldön keresik árbevételük növelésének lehetőségét.” (Dezse [2001] 2. old.)

Természetes dolog, hogy a gazdaság zászlós hajói a MOL, az OTP, valamint a DANUBIUS, TVK, VIDEOTON, stb. érintettek az említett témában, hiszen a M&A tranzakciók főleg, ha azok a határon átirányulnak, bizonyos méret, tőkenagyság és menedzsment ismeretek meglétét kívánják meg. Annak ellenére, hogy a megfelelő magyar cégek életében ezek mondhatni új dolgok, világviszonylatban az M&A tranzakciókban aktív időszakok az elmúlt száz egynéhány évben többször is előfordultak.

Az akvizíciók és fúziók sláger jellegét ugyanakkor beárnyékolják a tanácsadók és a gazdasági sajtó által hivatkozott kutatások és felmérések eredményei, melyek szerint a megvalósított M&A tranzakciók körülbelül 80 %-a kudarccal végződik és pusztán csak 20 % -a sikeres.

Ezen információk alapján King szerint két következtetés vonható le (King [2002]). Először, a M&A tranzakciók általában nem növelik a vállalatok értékét. Amennyiben ez igaz, akkor miért ragaszkodnak mégis a vállalatvezetők az ilyen jellegű tranzakciók folytatásához, miért nem képesek megakadályozni a

vállalatirányítási rendszerek ezeket a folyamatokat? Jogosan merülhet fel a kérdés: „Miért erőltetnek valamit, ha az nem megy?” Ha egyetértünk Milton Friedman állításával, (Friedman [1953]) hogy az emberek racionalitása korlátozott, akkor a válasz egyértelmű. Egy M&A tranzakció olyan bonyolult feladat, amely kizárja, hogy a lebonyolítók az összes lehetséges tényezőt és azok valamennyi hatását figyelembe tudják venni és azokat kiértékelve az optimális döntést tudják meghozni.

Ezzel szemben, viszont ha elfogadjuk Conlinsk érvelését a korlátlan racionalitás mellett (Conlinsk [1996] 669-701. old.), melyben véleménye szerint az emberek úgy cselekednek, mintha korlátlanul racionálisak lennének, akkor még érthetlenebbnek tűnhet számunkra a M&A tranzakciók melletti kenyértörés. Különösen, ha az említett érvelés 2. pontjára gondolunk, a „tanulásra”. Conlinsk szerint: „Annak ellenére, hogy az emberek racionalitása korlátozott, de a tapasztalatokon keresztül optimalizálni tanulnak, végül úgy cselekednek, mintha korlátlanul racionálisak lennének”.

A jól ismert közmondás, mely szerint -„Más kárán tanul az okos, de az oktalan még a sajátján sem”- első fele valahogy nem akar ezen a téren érvényesülni. A háttérben valószínűleg az a Popper-i gondolatmenet állhat, mely szerint induktív logika nem létezik, mert tapasztalatok alapján nem vezethető le az elmélet: „Csak eddig volt így, később nem biztos, hogy így lesz.” Az „Ő” M&A tranzakciójuk nem volt sikeres, attól még a miénk sikeres lehet. A KPMG tanácsadó cég által készített felmérés szerint a M&A tranzakcióban gondolkodó vállalatoknak 82 %-a hiszi, hogy az általuk végrehajtani kívánt tranzakció sikeres lesz. Ez az elgondolás önmagában nem baj. A baj az, hogy az új versenyzők ismételten ugyanabba a hibába esnek (tisztelet a kivételnek), amelybe az előző társaik. A valóságban a tranzakciók 53 %-ában kifejezetten értékvesztés következik be, és a végrehajtott ügyleteknek 83 %-a a részvényesek szempontjából ráfizetéssel ér véget.

Másodszor, az M&A tranzakciók növelik ugyan a vállalatok értékét, de a kutatók nem tudják kimutatni ezen értéknövekményt, a véletlen vagy mérsékelt

kapcsolatokból, a felhasznált mintákból vagy mérési problémákból kifolyólag (King [2002]). Bródy szerint a mérés hibáját nem csak a mérőműszer és a mérő/leolvasó hibái okozhatják, hanem még eddig fel nem ismert, egyenlőre lappangó törvényszerűségek, ezeken kívül pedig még más esetlegességek is (Bródy [1990]). Szerinte: „A valóságot a legegyszerűbb és ezért a legalapvetőbb fizikai mérések esetében sem tudjuk közvetlenül megmérni. A mérés csupán a megfigyelt tárgy egy kiválasztott sajátosságát, dimenzióját ragadja meg, mégpedig mindig a valóságról alkotott elvont kép, definíció, meghatározás, modell alapján (Bródy [1990] 522. old.). A M&A tranzakciók pedig nem kifejezetten egyszerű folyamatok, amelyekre még hatványozottabban érvényesek lehetnek Bródy megállapításai.

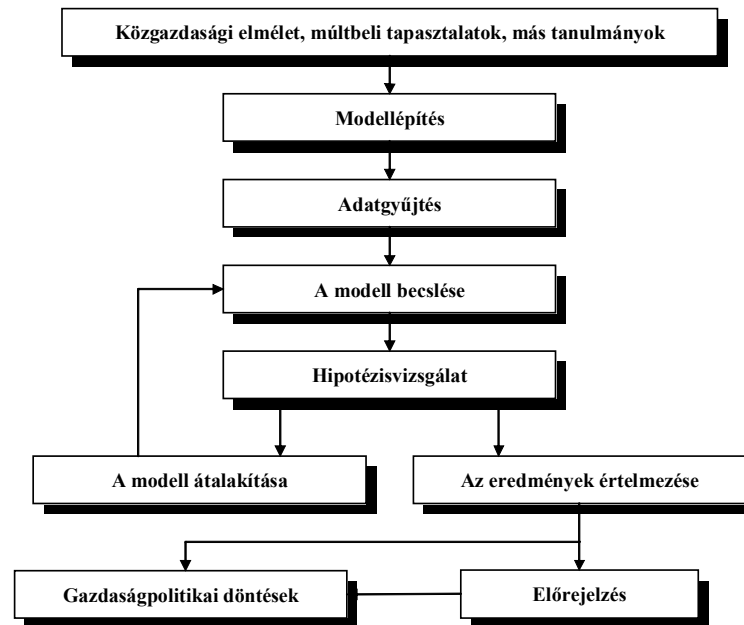
Kutatásom során a második problémával foglalkoztam. Ebből kifolyólag igyekeztem a meglévő, releváns szakirodalom feldolgozása alapján egy empirikus kutatás keretein belül fényt deríteni azokra a tranzakciókat illetve a résztvevő vállalatokat jellemző változókra és azok kritikus értékeire, amelyek révén bizonyos hibahatárok között becslést lehet adni a tervezett tranzakció eredményességére. Ezt követően a kapott eredményekre támaszkodva kialakítottam egy modellt, amelyet az eddigi megvalósított tranzakciók mintáján tesztelve (módosítva az eredmények ismeretében) alkalmassá lehet tenni egy magyarországi cég számára sikeres határon átvéelő M&A tranzakció lebonyolításának megtervezésére és megvalósítására.

Célom az M&A tranzakciók vizsgálatához kapcsolódó két egymástól eltérő szakirodalmi irányzat, a *hagyományos megközelítési mód* és a *szervezeti megközelítési mód* integrálása volt egy modellen belül. Az M&A tranzakciókat vizsgáló eddigi modellek mindig csak egy megközelítési módra épültek. A kialakított modellben ezért egymást kiegészítve szerepeltettem olyan változókat és eljárásokat, amelyekre az egyes megközelítési módok épülnek. A két irányzat integrációjától elvárt eredmény az egyes megközelítési módok erősségeinek ötvöződése, illetve a gyengeségeik kiküszöbölése volt.

A dolgozat felépítése

Ennek fényében, mint azt az 1. ábra is szemlélteti a tervezett kutatást az empirikus vizsgálatokra jellemző módon építettem fel.

1. ábra: A tervezett kutatás lépéseinek folyamatábrája



Forrás: Ramanathan [2003] 21. old.

Az első rész a téma elméleti hátterét adó releváns nemzetközi és hazai szakirodalmat foglalja össze. Ezen belül az alkalmazni kívánt fogalmak meghatározásával kezdődően ismerteti a M&A folyamatokat, azok mozgató rugóit. Bővebben tárgyalja a tranzakciók sikerességének kérdéseit, a siker elemzésének lehetséges módjait. Ismerteti a témával kapcsolatos eddigi fontosabb tanulmányok eredményeit, a sikert befolyásoló potenciális tényezőket.

A második rész az alkalmazott empirikus kutatási módszereket és matematikai statisztikai eljárásokat mutatja be. A CAR és BAHHR hozamszámítási eljárásokat, a faktoranalízist, klaszter analízist diszkriminancia analízist és a regresszió analízist. Ismerteti az elemzésben felhasznált két egymástól eltérő szakirodalmi irányzat, a

hagyományos megközelítési mód és a szervezeti megközelítési mód változóinak körét, a kiindulási modell felépítését, valamint a kutatás hipotéziseit.

A harmadik rész az adatgyűjtést, a modellbecslést, a hipotézis vizsgálatokat valamint a modell módosítását és az eredmények interpretálását tartalmazza. Ebben a részben kerül sor a kutatás kiértékelésére, a következtetések levonására és a javaslatok megfogalmazására is.

Eredmények

A feltételezésem megerősítést nyert, mivel a két egymástól eltérő irányzat a hagyományos megközelítési mód és a szervezeti megközelítési mód integrálásával kapott kombinált modell valóban pontosabb eredményeket adott, mint pusztán csak az egy elméleti irányzatra épülő modellek. Ennek alapján elmondható, hogy a jövőben a M&A tranzakciók vizsgálatához kapcsolódó két egymástól eltérő irányzat a hagyományos megközelítési mód és a szervezeti megközelítési mód mellett vagy helyett inkább egy integrált megközelítési módról is célszerű beszélni, amelynek jellegzetessége a két módszer ötvöztetésében rejlik. Ezen új irányzat létjogosultságát az általam végzett kutatások és elemzések eredményei nagymértékben alátámasztják.

Ami a kutatás eredményeinek a gyakorlatban való felhasználhatóságát illeti, arról a következők mondhatók el. Határon átvéő M&A tranzakció előtt álló magyar vállalatoknak egy sikeres tranzakció végrehajtásának elősegítése céljából javasolt a figyelem szentelése a tranzakció megtervezésénél és a cél vállalat kiválasztásánál mind a hagyományos megközelítési mód által preferált kemény (könnyen számszerűsíthető és gyakran pénzben is kifejezhető) változókra, mind a szervezeti megközelítési mód által preferált puha (nehezen számszerűsíthető és gyakran alig értelmezhető) változókra.

Jelentős lehet a szerepe a felvásárló és cél vállalat országai közti különbségeknek a tranzakció utáni teljesítményre. A felvásárló és cél vállalat országai közti - kulturális különbség, - információs és telekommunikációs kiadások különbsége, - központi politikai és gazdasági irányítás közti minőségi különbség mind ellentétes irányú (negatív) azaz teljesítménycsökkentő hatású kapcsolat meglétét sejteti. Ezzel szemben a cél vállalat országában élő a felvásárló vállalat országbéli kisebbségi aránya azonos irányú (pozitív) azaz teljesítménynövelő hatású kapcsolat meglétét sejteti.

Javasolt a minél szorosabb iparági kapcsolat a felvásárló és a cél vállalat között. Minél nagyobb a cél és a felvásárló vállalat ország kockázatai közti különbség, annál nagyobb az elvárható hozam. Célszerű a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos likviditási gyorsráta, valamint átlagos készletek forgási sebességi mutatók értékeinek a növelése. Nincs negatív hatása a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos idegentőke arány növelésének sem, amennyiben ez az átlagos rövid távú eladósodottság növelésében nyilvánul meg. A felsorolt mutatók mind kifejezetten pozitív, azaz teljesítménynövelő hatású kapcsolat meglétét sejtetik.

Ajánlott azonban a létrejött közös vállalat számára a tranzakció utáni átlagos hosszú távú eladósodottság valamint az átlagos vevők aránya a forgóeszközökön belül mutatók értékeinek minél alacsonyabb szinten tartása, mivel ezek a mutatók ellentétes irányú (negatív) azaz teljesítménycsökkentő hatású kapcsolat meglétét sejtetik.

I. RÉSZ

A TÉMA ELMÉLETI HÁTTERE

1. FOGALMAK

Piacgazdasági rendszer alapján működő gazdaságokban, a vállalkozások létesülése és megszűnése, mint természetes folyamatok mellett megfigyelhető egy harmadik jelenség is, a gazdasági alanyok koncentrációja. Legtágabb értelemben a koncentráció a másik vállalat feletti uralom megszerzése, azaz befolyásszerzés a másik vállalat döntései felett, valamint a vállalatok egyesülése. Szűkebb értelemben csak a bizonyos mértéken felüli befolyás megszerzését és a vállalategyesülést tekintjük koncentrációnak. Leglátványosabb formái a vállalati felvásárlások és egyesülések.

A fúzió vagy egyesülés a vállalatok számának csökkenését eredményező beolvadást vagy összeolvadást jelent. Az akvizíció vagy felvásárlás a részesedésszerzés egyik minősített esete, a társasági és az értékpapírtörvény alapján egy vállalat többségi, de legalább 25%, illetve nyilvánosan működő részvénytársaság 33% részesedésének megszerzését jelenti.

A *fúzió - egyesülés /merger/* a vállalati koncentráció legnagyobb jelentőséggel bíró formája, amikor is a társaságok közül legalább egy megszűnik és más vállalattal szervezetileg egyesül. A társasági jog szerint az egyesülés végbemehet *beolvadással* ($A + B \rightarrow A$) és *összeolvadással* ($A + B \rightarrow C$). Beolvadás esetén a beolvadó vállalat megszűnik, általános jogutódja a beolvasztó társaság, amelynek jogalanyiségében nem következik be változás. Az összeolvadás mindkét társaságot megszünteti, vagyonuk pedig mint egész, a jogutód új társaságra száll át.

A *felvásárlás - akvizíció, /acquisition/* részesedés és befolyásszerzés. A vállalat feletti uralom vagy rendelkezési jog bizonyos mértékű megszerzése. A felvásárlás a vállalat vagyoni illetve szavazati jogainak általában legalább többségi mértékű megszerzése. Részesedésszerzés az egyes jogterületek által előírt

jogkövetkezmények alkalmazásához szükséges mértékű részesedés megszerzése, befolyásszerzés a vállalat döntéseire vagy ügyeinek vitelére történő befolyás megszerzése, szavazati joggal, szerződéssel illetőleg ráutaló magatartással. A felvásárlás történhet *részvényvásárlással* vagy *eszközwásárlással*.

Az előzőeken túlmenően az akvizíciókat és fúziókat másként is csoportosíthatjuk. Akvizíciónál megkülönböztethetünk: *Hitelből történő kivásárlást*, /*Leveraged Buy Out – LBO*/ ahol a tranzakciót hitellel finanszírozzák, amelynek fedezete általában a célvállalat eszközállománya. *Vezetői kivásárlást* /*Management Buy Out – MBO*/, amikor a menedzsment veszi át a cég tulajdonosi jogait. *Munkavállalói kivásárlás* /*Employee Buy Out – EBO*/ esetén az alkalmazottak lépnek a tulajdonosi pozícióba.

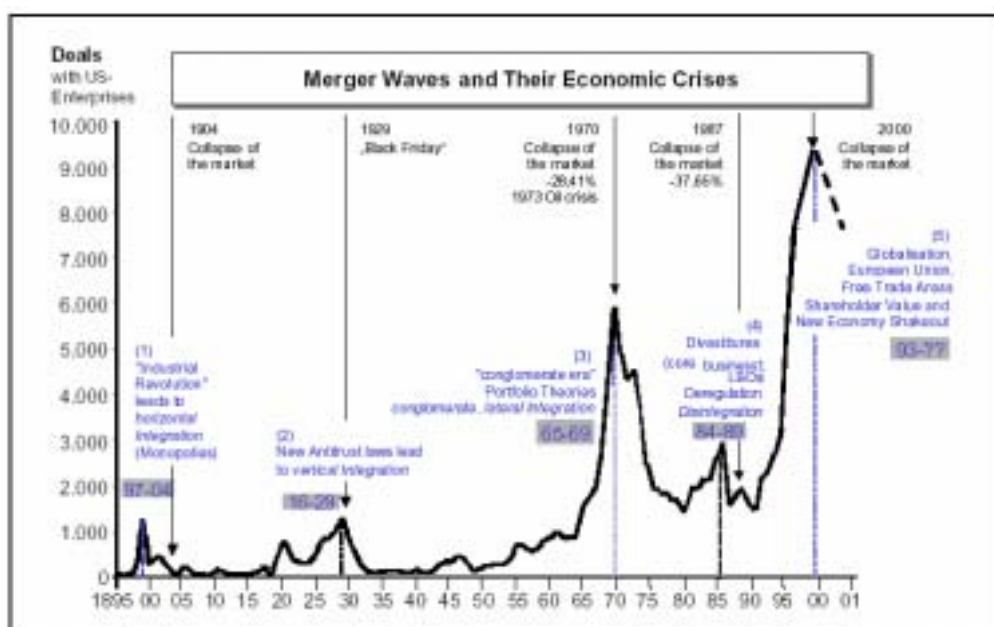
A fúziókat a következőképpen csoportosíthatjuk: *Horizontális* az az egyesülés, amikor azonos tevékenységet folytató vállalatok között jön létre a tranzakció. *Vertikális* integrációnak tekinthető, amikor a termelési-értékesítési lánc különböző szintjein álló vállalatok fuzionálnak, vagy hoznak létre konszernkapcsolatot. *Konglomerátum* típusú a csoportosulás, ha egymástól különböző tevékenységet folytató vállalatok közötti jön létre az ügylet.

2. FOLYAMATOK

2.1 Nemzetközi folyamatok

Az akvizíciók és fúziók nem újkeletű dolgok. Világviszonylatban M&A tranzakciókban aktív időszakok az elmúlt száz egynéhány évben többször is előfordultak. A következő 2. ábrán láthatjuk, hogy öt olyan akvizíciókban és fúziókban aktív időszakot különböztethetünk meg, ahol a tranzakciók száma kiugróan magas volt.

2. ábra: Akvizíciós és fúziós hullámok



Forrás: Jansen/Müller-Stewens [2000] 2. old.

Az egyes hullámok más és más stratégiai megfontolások alapján, egymástól eltérő tranzakció típusokkal próbáltak meg megfelelni az akkori gazdasági környezet kihívásainak. A tranzakciókhoz vezető döntések indítékainak vizsgálatakor a szakirodalom alapján mikroökonómiai és makroökonómiai szempontok szerint tehetünk különbséget, illetőleg – akár az előzőkkel vegyesen – pénzügyi, finanszírozási okokat is találunk a menedzseri motívumok és az egyéb indítékok mellett.

Mody és Negishi szerint két alapvető motivációs erőt lehet megkülönböztetni a tranzakciók mögött. A jövőbeli lehetőségek kialakítása – stratégiai opciók keresése, valamint múltbéli problémák megoldása – vállalati restrukturalizáció (Mody, Negishi [2000]). Mindazonáltal ezen indítékok mögött csakis egyetlen racionális gazdaságilag elfogadható érv húzódhat meg, ez pedig a tulajdonosi érték növelése. Valójában a M&A hullámok a megváltozott környezetre adott gazdasági reakcióként értelmezhetők (Kleinert, Klodt [2002]). Ezen változások az idő függvényében egymástól eltérhetnek, de általában mindig a *technológiában bekövetkezett változás* az indítójuk. A 2. ábrán szemléltetett öt M&A hullámról vonatkozóan a következő táblázat foglalja össze a feltételezett stratégiai megfontolásokat és a válaszlépéseket.

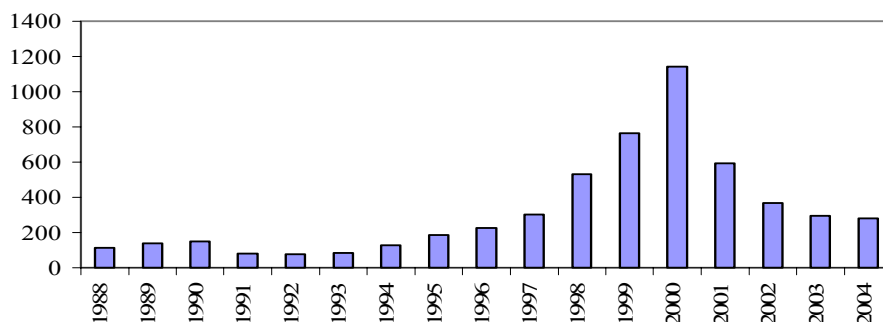
1. táblázat: M&A hullámok stratégiai megfontolásai

M&A hullám	Időszak	Stratégiai megfontolás	Tranzakció típus
1. hullám	1880-1904	A piac feletti ellenőrző szerep megszerzése, a monopol járulék realizálása.	Horizontális M&A
2. hullám	1916-1929	A teljes értéklánc feletti ellenőrző szerep megszerzése.	Vertikális M&A
3. hullám	1965-1969	Anticiklikus portfólió építés, a különböző iparágak gazdasági recessziós periódusainak harmonizálása.	Konglomerátum M&A
4. hullám	1984-1989	Vissza az alaptevékenységhez! Spekulációs felvásárlások pénzügyi nyereségeinek realizálása.	LBO
5. hullám	1993-2000	Az Új Gazdaság konszolidációjának kihasználása a részvényesi érték maximalizálása	Határon átvélő M&A

Forrás: saját készítés a 2. ábra és Jansen/Müller-Stewens [2000] 5. old. felsorolása alapján

A 2. ábrán jól láthattuk, hogy az M&A hullámok közül minden kétséget kizáróan az utolsó az 1993-2000 között lezajlott, ötödik hullám volt a legnagyobb. Az 1. táblázatban láthatjuk, hogy a legtipikusabb tranzakciók ebben a hullámban a *határon átvélő akvizíciók és fúziók /Cross-Border Mergers & Acquisitions - CBM&A/* voltak. Ezek az ügyletek annyiban különböznek a hagyományos M&A tranzakcióktól, hogy itt a két résztvevő cég származási országa nem azonos. A CBM&A tranzakciók legjelentősebb feladata Mody és Negishi szerint hosszú távon a vállalati működés átstrukturálása és az eszközök reallokációja (Mody, Negishi [2000]).

3. ábra: A határon átvélő M&A értékeinek alakulása az 1988-2004 időszakban



Forrás: UNCTAD [2004] B.8 táblázat 416. old. és UNCTAD [2005] B.4 táblázat 325. old. adatai alapján

Az utolsó M&A hullámra nem csak a CBM&A tranzakciók, de az óriási üzletérték is jellemző volt mind a fejlett mind pedig a fejlődő országok esetében (UNCTADT [2000]). Az 5. M&A hullámon belül a CBM&A tranzakciók abszolút értékben tekintve a 2000-es évben érték el csúcspontjukat. Összértékük 1144 milliárd USD volt, a tranzakciók számát tekintve ez 6520 esetet jelent. Ezen belül az 1 milliárd USD feletti tranzakciók száma 175 darab, mint azt az alábbi 2. táblázat is szemlélteti ebben a kategóriában is a 2000-es év volt a csúcspont.

2. táblázat: Az 1 milliárd USD-t meghaladó határon átvélő akvizíciók és fúziók 1987-2004 között

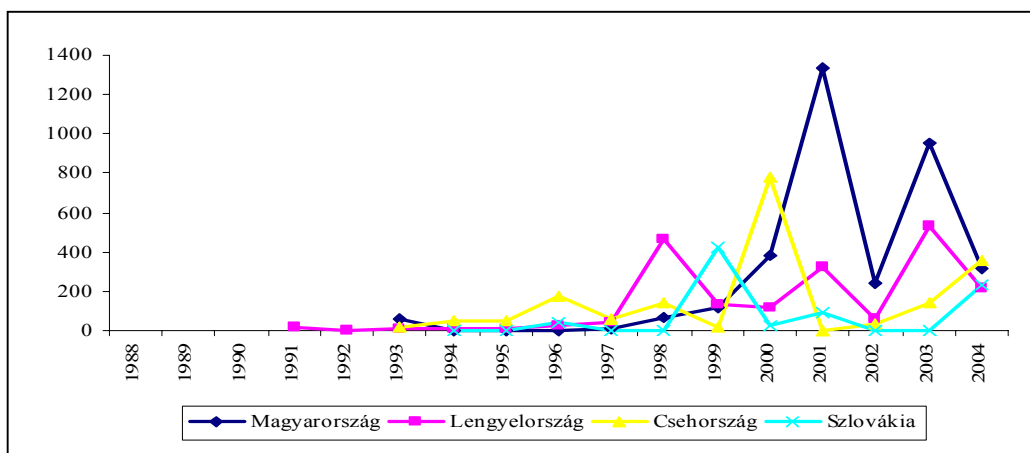
Év	Tranzakciók száma	Az össz tranzakció %-ban	Üzletérték	Az össz üzletérték %-ban
1987	14	1,6	30,0	40,3
1988	22	1,5	49,6	42,9
1989	26	1,2	59,5	42,4
1990	33	1,3	60,9	40,4
1991	7	0,2	20,4	25,2
1992	10	0,4	21,3	26,8
1993	14	0,5	23,5	28,3
1994	24	0,7	50,9	40,1
1995	36	0,8	80,4	43,1
1996	43	0,9	94,0	41,4
1997	64	1,3	129,2	42,4
1998	86	1,5	329,7	62,0
1999	114	1,6	522,0	68,1
2000	175	2,2	866,2	75,7
2001	113	1,9	378,1	63,7
2002	81	1,8	213,9	58,1
2003	56	1,2	141,1	47,5
2004	75	1,5	199,8	52,5

Forrás: UNCTAD [2005] 9. old.

2.2 Folyamatok a Közép-Kelet Európa-i régióban

A felvásárlások tekintetében a Közép-Kelet Európa-i régió adatainak összege csak az ezredét képviseli a világ összes CBM&A tranzakció értékének. Ezen belül, mint azt a bevezetőben is említettem Közép-Európában a vállalatok határon átvéltő terjeszkedésében Magyarország az élenjáró, messze meghaladva a térség többi országának teljesítményét, ahogyan azt a 4. ábra is mutatja.

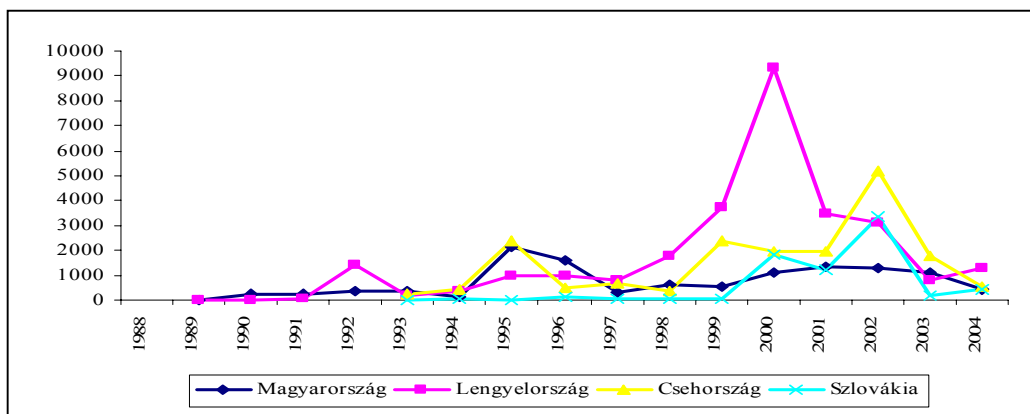
4. ábra: CBM&A vásárlások a V 4-ek országaiban 1988-2004 között (Mil.USD)



Forrás: UNCTAD [2004] B.8. 416. old. és UNCTAD [2005] B.4 táblázat 325. old. adatai alapján

Az értékesítési adatok ismeretében egyértelműen megállapítható, hogy a térség vállalatai inkább, mint célpontok jöhetnek szóba egy CBM&A tranzakció esetében. Erre utalnak az elmúlt időszak CBM&A értékesítési adatai, amelyek nagyságrenddel nagyobbak a vásárlási értékekhez képest (5. ábra).

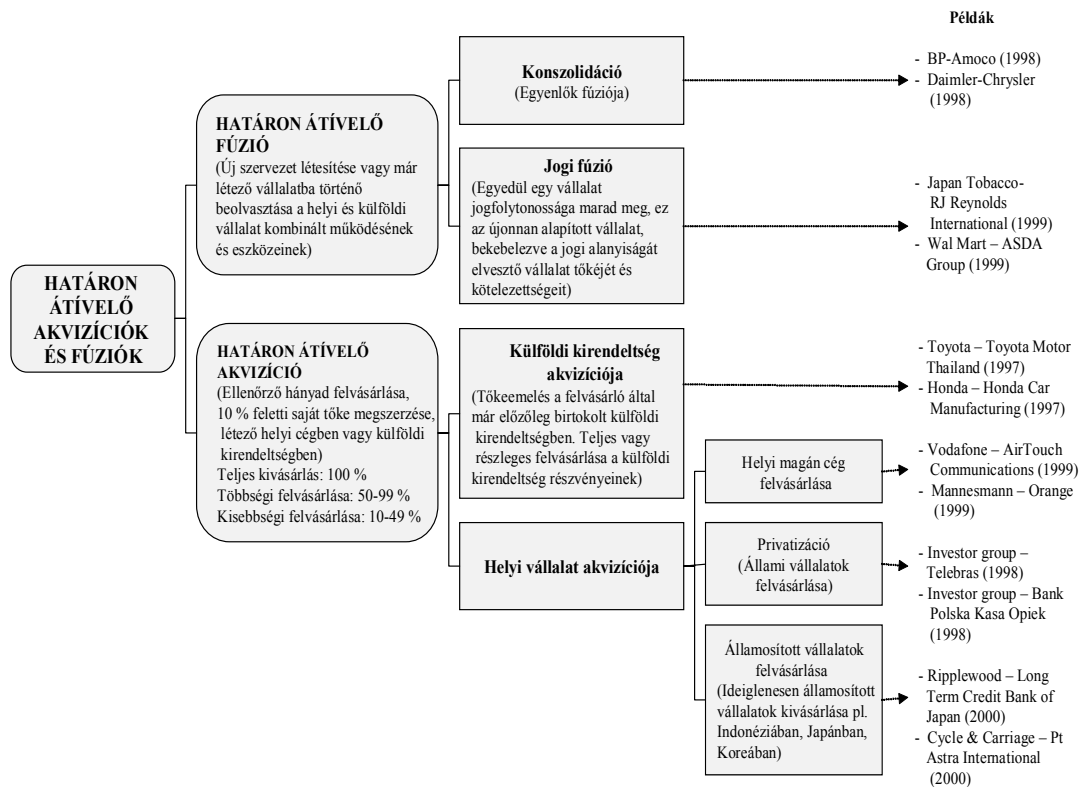
5. ábra: CBM&A értékesítés a V 4-ek országaiban 1988-2004 között (Mil.USD)



Forrás: UNCTAD [2004] B.7. 415. old. és UNCTAD [2005] B.4 táblázat 325. old. adatai alapján

A 6. ábra a határon átívelő akvizíciók és fúziók csoportosítását valamint, az egyes típusok egymástól történő elhatárolását megkönnyítő példákat sorol fel.

6. ábra: A határon átívelő akvizíciók és fúziók tipizálása



Forrás: UNCTAD [2000] 100. old.

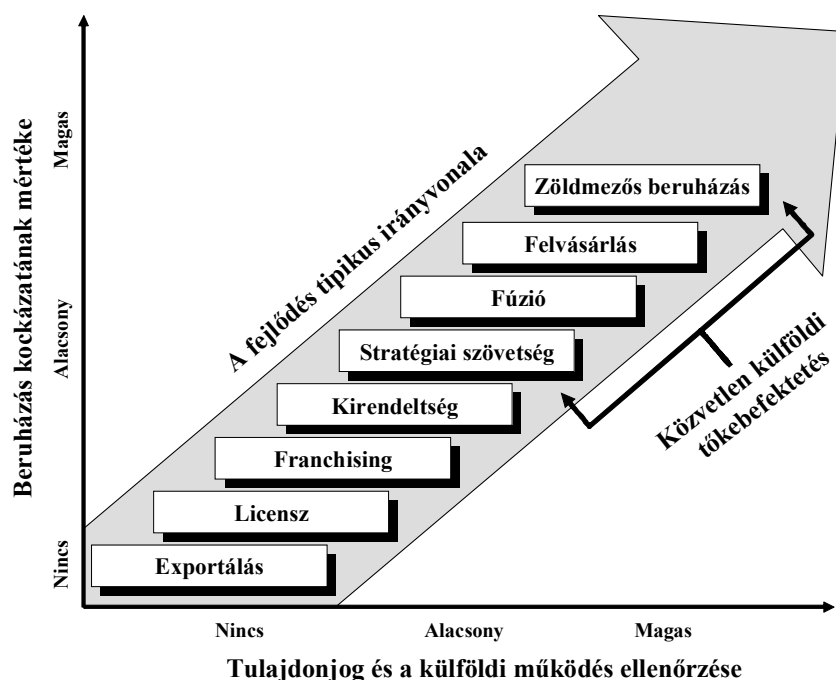
3. A FOLYAMATOK MOZGATÓ RÚGÓI ÉS CÉLJAI

3.1 A folyamatok mozgató rúgói

Miképpen jutottak el a vállalatok a CBM&A tranzakciókig? A magyarázathoz felhasználhatjuk a vállalati fejlődés életciklus modelljét. E szerint egy vállalat életciklusa szakaszokkal jellemezhető, mint a termék életgörbe /bevezetés, növekedés, érettség és hanyatlás/ (v. ö.: például Chikán [1994]). Kisebb volumenű gazdaságokkal rendelkező országok esetében hamarabb /természetesen a gazdasági fejlődés fényében értelmezve/, míg nagyobb volumenű gazdaságokkal rendelkező országok esetében később – a hazai vállalatok életciklusukban elérkeznek ahhoz a ponthoz, amikor a vállalati méretgazdaságosság szempontjának érvényesítése során kénytelenek átlépni a nemzeti határokat. A nemzeti vállalatokból – átlépve az ország határait – így lesz *multinacionális vállalat* /*Multinational Company – MNC*/, majd a további fejlődés során pedig *transznacionális vállalat* /*Transnational Company – TNC*/.

A nemzeti határokon való átlépésnek több lehetősége van. A legismertebbek a termékek exportja, stratégiai szövetségek kötése, akvizíció, fúzió valamint a zöldmezős beruházás (Lall 2002). A termékek exportálását kivéve, a többi lehetőséget a szakirodalom a *közvetlen külföldi tőkebefektetések* /*Foreign Direct Investment – FDI*/ kategóriába sorolja. A döntés (választás az egyes eszközök közül) az egyes lehetőségek között általában a tranzakciós költségek alapján történik. A döntéshozók célja itt a tranzakciós költségek minimalizálása. Gonzalez és társai szerint a felvásárló vállalatok a külföldi piacra lépés költségeinek minimalizálása céljából az alulértékelt cél vállalatokat keresik (Gonzalez et al [1997]). Az alkalmazott elemzési módszer legtöbb esetben a költség-haszon elemzés /cost-benefit analysis/.

7. ábra: A külföldi piacokra történő behatolás stratégiai lehetőségei



Forrás: Dr. Georg H. Webster [2000]. Strategic Alliances előadás prezentációja 19. old. és saját készítés

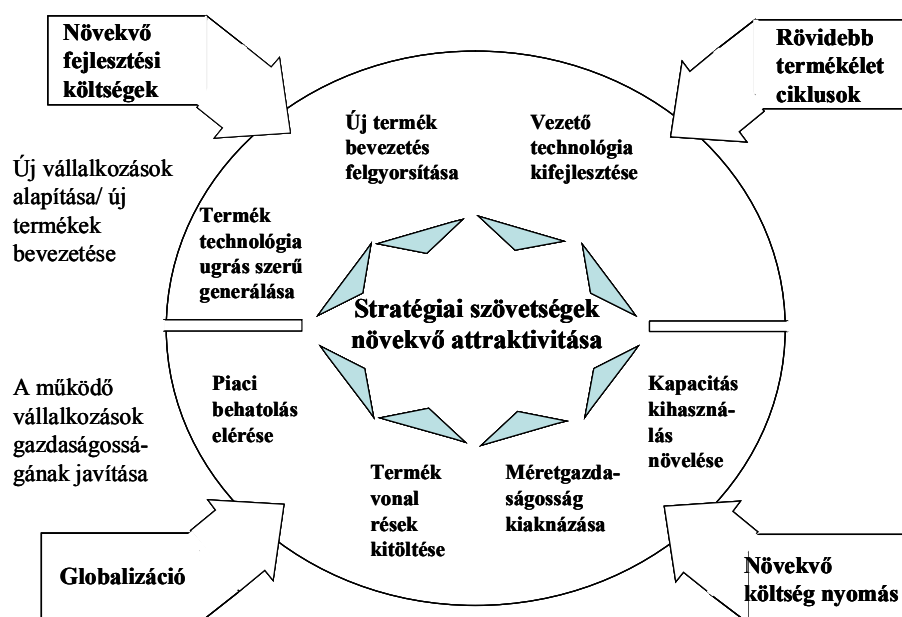
Azonban, mint azt a 7. ábrán láthatjuk, a választás az egyes lehetőségek közül egyben döntés a tulajdonjog és a külföldi működés feletti ellenőrzés mértékéről, ami viszont egyenes arányban van a beruházás kockázatának mértékével. Minél nagyobb tulajdonrészt vállal a külföldi érdekeltségben a vállalat, annál nagyobb beruházási kockázatnak van kitéve. Természetesen ezen kockázatvállalás ellenértékét a tulajdonjog alapján a profitból való részesedés biztosítja.

A stratégiai menedzsment szempontjából a CBM&A tranzakciók mellett a második nagyon érdekes és nem kevésbé fontos forma a *stratégiai szövetség* (*Strategic alliance*). „A stratégiai szövetség a szervezetközi kapcsolatok sajátos, különleges formája, amelynek alapvető jellegzetességeire, megkülönböztető vonásaira nézve még nem alakult ki egységes álláspont a nemzetközi szakirodalomban.” (Tari [1998] 19. old.) Egy másik definíció szerint a stratégiai szövetség meghatározott szerveződésű, sajátos jegyeket felmutató, közbenső együttműködési formát jelent a piac és a hierarchia között. (Thorelli [1986]; Bronder-Pritzl [1992]; Lorange-Roos [1992]; Tari [1998]).

„A stratégiai szövetségekötés nem más, mint válasz arra a stratégiai kihívásra, amit a verseny világméretűvé válása, a piacok globalizációja, a kutatási és fejlesztési ráfordítások ugrásszerű növekedése, s ezzel összefüggésben a technikai-technológiai haladás felgyorsulása jelent a piacgazdaság szereplői számára.” (Tari [1998] 21. old.). Globális szinten valójában már nem is az egyes vállalatok versengenek egymással, hanem egyre inkább az egyes vállalati csoportok (stratégiai szövetségekbe tömörült multinacionális vállalatok) között zajlik az egyre erősebb verseny (Gomes-Casseres [1994]).

A következő 8. ábra a stratégiai szövetségek kialakulására ható gazdasági tényezőket, motivációs erőket és alapvető célkitűzéseiket szemlélteti.

8. ábra: A stratégiai szövetségek kialakulására ható gazdasági tényezők



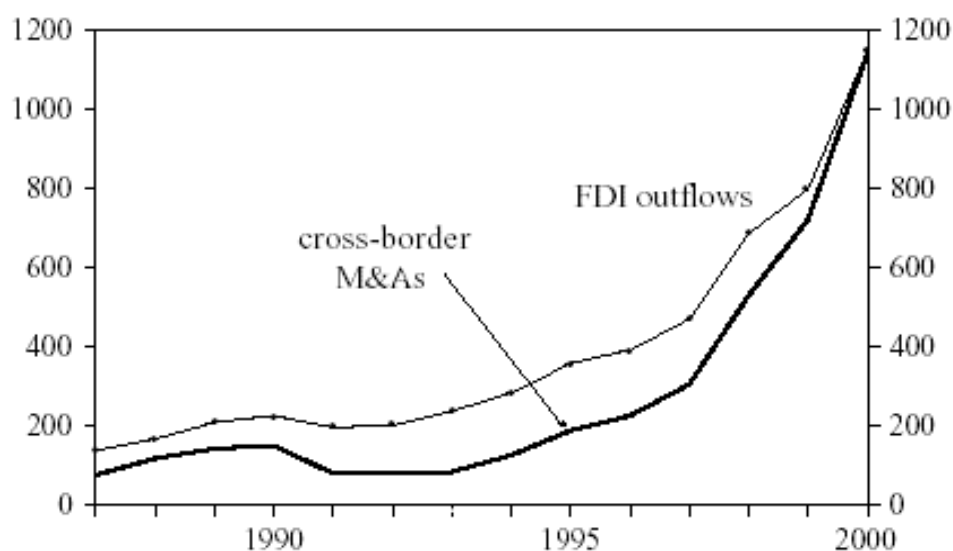
Forrás: Dr. Georg H. Webster [2000]. Strategic Alliances előadás prezentáció 27. old.

A stratégiai szövetségek működésének ideje alatt általában két kritikus időszak adódhat. Az első az együttműködés második-harmadik évében jelentkezhet, amikor nyilvánvalóvá válik a felek elégedetlensége. A második az együttműködés ötödik-hatodik évében alakulhat ki, amikor az egyik fél már késznek érzi magát a szövetségből való továbblépésre. A stratégiai szövetségek átlagos időtartama 7 év

és közel 80 %-uk akvizícióval vagy fúzióval végződik. Valójában a stratégiai szövetség tehát nem más mint egy alacsony kockázatú és olcsó opció a jövőbeli akvizíció vagy fúzió megvalósítására. (Bleeke, Ernst [1995])

A közvetlen külföldi tőkebefektetések értékének alakulásában a CBM&A tranzakciók minden kétséget kizáróan egyre fontosabb szerepet töltenek be. Ezt a fejlődési folyamatot szemlélteti a 9. ábra, amelyen a CBM&A jelentőségének növekedése világviszonylatban jól látható. Míg az 1990-es évek közepéig a CBM&A tranzakciók csak 50%-át tették ki az összes közvetlen külföldi tőkebefektetésnek (Foreign Direct Investments – FDI), addigra ez az arány 1999-re 84%-ra nőtt és 2000-re gyakorlatilag elérte a 100%. (CBM&A összértéke 1144 milliárd USD, FDI összértéke 1150 milliárd USD.)

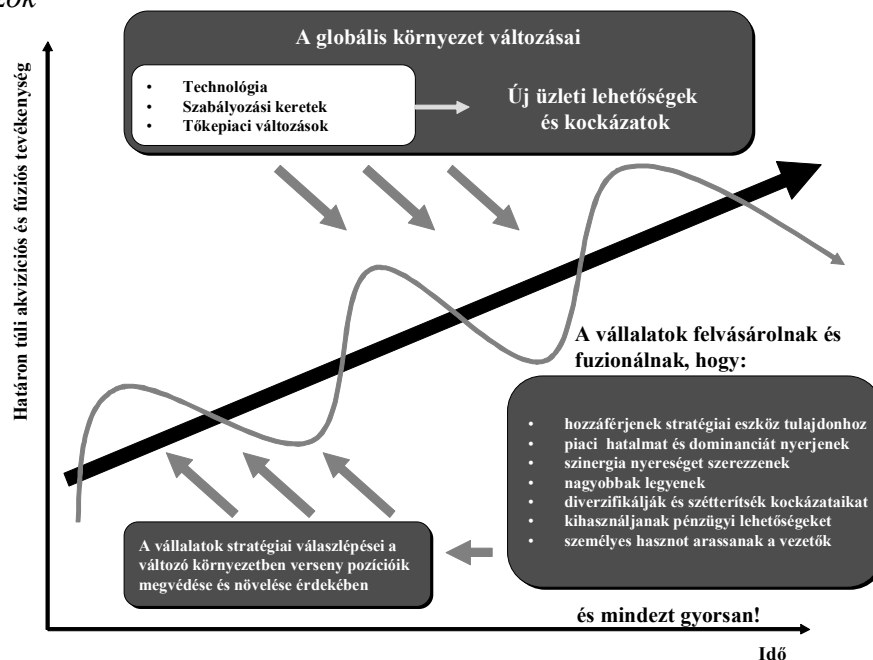
9. ábra: A közvetlen külföldi tőkebefektetések (FDI) és a határon átvélő akvizíciók és fúziók (CBM&A) értékeinek alakulása világviszonylatban 1987-2000 között (milliárd USD-ban)



Forrás: Kleinert-Klodt [2002] 11. old.

Az ábrázolt folyamat értelmezéséhez és okainak elemzéséhez a CBM&A kialakulására ható gazdasági tényezők vizsgálata szükséges, melyeket a 10. ábra szemléltet.

10. ábra: A határon átvélő akvizíciók és fúziók kialakulására ható gazdasági tényezők



Forrás: UNCTAD [2000] 154. old.

A már korábban említett technológiai indíttatású környezetváltozás, a szabályozási keretek, valamint a tőkepiacok deregulációja új üzleti lehetőségeket és kockázatokat teremt a vállalatok számára, amelyek versenypozíciójuk megvédése és javítása érdekében a növekedésbe való menekülésben látják a megoldást. Amiért a CBM&A tranzakciók a növekedésnek (9. ábra) szinte kizárólagos eszközeivé váltak azt, az idő és az azonnal birtokolható eszközök kritikus tényezővé válása okozta. Olyan gazdasági környezetben, ahol a szereplők szerint „egy év 50 napig tart”, ahol a „sebesség a barát, az idő az ellenség” nincs mód kivárni a szerves növekedés eredményét, a zöldmezős beruházások felfutását és a stratégiai szövetségek, együttműködések hozadékát. A tervezés és a megvalósítás szimultán folyamat. A tervezés (plan) és megvalósítás (action) egyenlő „plaction” (UNCTAD [2000]) már nem választható szét többé. Aki nem képes e felgyorsult világban azonnal reagálni az lemarad. Ilyen helyzetben a stratégiaiilag fontos lokális jövedelemgeneráló eszközök (szállító és elosztó hálózatok, márkanevek, helyi engedélyek, K+F eredmények, technikai know-how stb.) azonnali birtoklása nélkülözhetetlen.

Ráadásul a fejlődő országok cél vállalatai részére a CBM&A tranzakciók azonnali likviditást, eszköz veszteség megakadályozást és erőforráshoz jutást jelentenek (Mody, Negishi [2000]). Hosszú távon pedig új menedzsmenttudást és szervezeti rendszert hoznak, növelve a hatékonyságot és a versenyképességet.

A nagy sietség persze csak akkor hasznos, ha közben nem vétünk hibát a folyamatban. Ellenkező esetben pont a fordítottja következik be annak, amit az egyes tranzakcióktól várnak a lebonyolítók. Az egyre sürgető idő következtében rosszul megtervezett, elsietett és átgondolatlanul megvalósított CBM&A tranzakció akár a csőd szélére is sodorhatja az ügylet lebonyolítását megelőzően egyébként kiválóan teljesített felvásárló vállalatot, potenciális felvásárlási célponttá téve ki ezzel magát.

3.2 Szinergia, mint elérendő cél

A CBM&A tranzakciók esetében, hasonlóan a hazai M&A-hoz a cél szintén szinergiahatás elérése és kihasználása. Nem meglepő hát, hogy még a M&A-val foglalkozó szakirodalomban is nehéz olyan tanulmányt találni, amely ne tenne említést a szinergiáról, mely szerint a részek együttesen nagyobb értéket képviselnek, mint külön-külön. A kérdés csak az, hogy hogyan lesz a „ $2+2=5$ ”. A szinergiák tipizálása és forrásaik feltárása számos tanulmány központi témája. A fogalom definiálásakor alapvetően kétféle ismérv szerinti csoportosításokkal találkozhatunk. A korábbi időszakban funkcionális alapú, majd funkcionálissal kevert, míg a későbbiekben forrás alapú megközelítés a jellemző (Tóth [2004]). A szinergia funkcionális alapú csoportosításait az egyes ismertebb szerzők szerint a következő 3. táblázat foglalja össze.

3. táblázat: A szinergiák funkcionális alapú csoportosítása

Ansoff [1965]	Salte és Weinhold. [1979]	Chaterjee [1986]	Gaughan [1996]
<ul style="list-style-type: none"> • értékesítési • működési • beruházási • vezetési 	<ul style="list-style-type: none"> • marketing • méretgazdaságosság • K+F • pénzügyi 	<ul style="list-style-type: none"> • piaci erő • működési • pénzügyi 	<ul style="list-style-type: none"> • működési • pénzügyi

Forrás: Tóth [2004] 44. old.

Larsson egy szinergia rendszerező mátrix segítségével próbálta meghatározni a szinergia fogalmát és típusait, amely egy forrásalapú megközelítése a fogalomnak (Larsson [1989]).

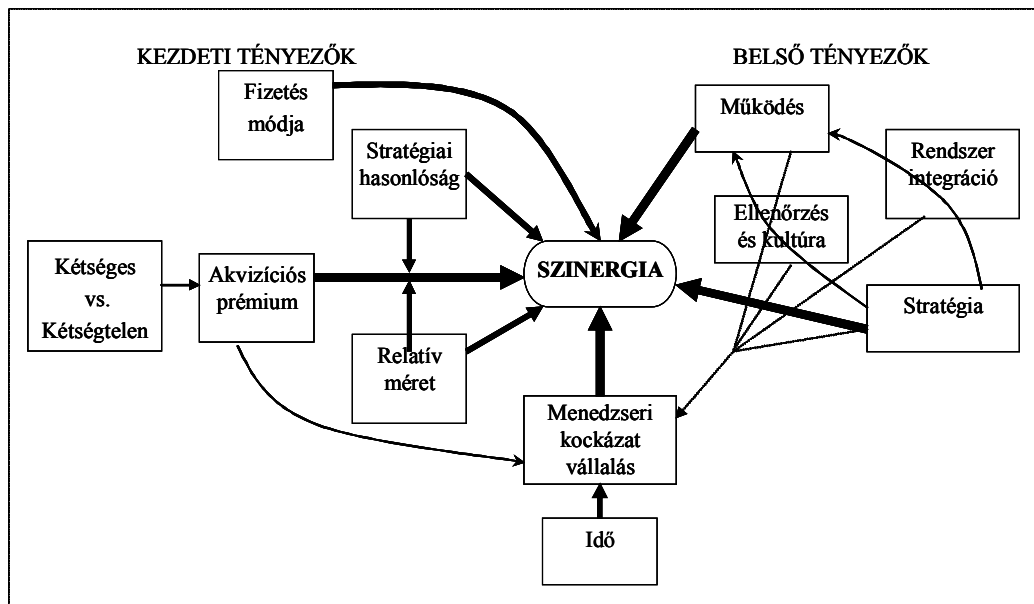
4. táblázat: A szinergiák rendszerezése

	Szinkronikus (Egy időpontban)	Diakronikus (Egy időszakban)
Egyezőségéből eredő gazdaságosság (Hasonló területek kölcsönhatása)	Méretgazdaságosság (Növekvő mennyiség csökkenő egységköltség)	Tapasztalatból eredő gazdaságosság (Tanulási görbe)
Összeillőségéből eredő gazdaságosság (Különböző területek kölcsönhatása)	Kiegészítés (Egymást kölcsönösen támogató területek)	Gyorsaságból eredő gazdaságosság (Éppen időben elv szerinti termelés)

Forrás: Larsson [1989] 82. old.

A szinergia kialakulására ható tényezők bonyolult szerkezetét belső és kezdeti csoportokra bontva a következő 11. ábra szemlélteti.

11. ábra: A szinergia felhajtó erői



Forrás: Jindra [2002] 12. old.

Az egyes tranzakciók esetében konkrét számadatokkal is találkozhatunk, mérésükre vonatkozóan viszont csak általános megjegyzéseket olvashatunk. A szinergia számszerűsítése matematikailag nagyon egyszerű módon történik: a diszkontált szabad pénzáramlások segítségével számított jelenértékek felhasználásával. Ezt azonban nehéz számokkal helyettesíteni úgy, hogy az a valóságnak és a jövőbeli értéknek megfelelően vagy legalább egy elfogadható hibakorlátok közti becslését adja.

5. táblázat: M&A tranzakció szinergia értékének meghatározási módja

$$\text{M\&A szinergia érték} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B)$$

Ahol : PV_{AB} - az A és B vállalat együttes jelenértéke a tranzakció után

PV_A - az A vállalat jelenértéke

PV_B - a B vállalat jelenértéke

Forrás: Brealy és Myers [1994] 340. old.

A M&A tranzakció költsége egyszerűen adódik a következő összefüggés eredményeként.

6. táblázat: M&A tranzakció költségének meghatározási módja

$$\text{M\&A költség} = \text{Kifizetés} - \text{PV}_B$$

Ahol: Kifizetés - a B vállalat tulajdonosainak fizetett ár + a tanácsadóknak fizetett díjak
 PV_B - a B vállalat jelenértéke

Forrás: Brealy és Myers [1994] 341. old.

Összevonva a két egyenletet kapjuk meg a tranzakció nettó jelenérték a M&A szinergia érték és költség különbségét.

7. táblázat: M&A tranzakció nettó jelenértékének meghatározási módja

$$\begin{aligned} \text{NPV} &= \text{M\&A szinergia érték} - \text{M\&A költség} = \\ &= \text{PV}_{AB} - (\text{PV}_A + \text{PV}_B) - (\text{Kifizetések} - \text{PV}_B) \end{aligned}$$

Forrás: Brealy és Myers [1994] 341. old.

A tranzakció megvalósításának akkor van értelme, ha az így kapott érték $\text{NPV} \geq 0$.

Különbséget kell azonban tenni potenciális és realizált szinergiák között. Mert míg az előző csak ésszerű feltételezéseken alapszik, addig az utóbbi már ténylegesen elért eredményt jelent. A potenciális szinergiának csak egy része, a tudatos szinergia épül be a realizált szinergiába, míg egy része elvetél, amelynek helyére viszont új felbukkanó szinergia kerülhet (Tóth [2004]). A Mercer Management tanácsadó cég kutatásai alapján a potenciális szinergiáknak csak 30%-a realizálódik, 55%-a semmibe vevődik vagy elfelejtődik és 15%-a rosszul megtervezett (Tetenbaum [1999]). Az esetek többségében a szinergiahatást a költségek lefaragásával (cost cutting) próbálják meg elérni. Ennek legegyszerűbb módjai a munkaerő létszámcsökkentése, telephelyek felszámolása és különféle reorganizációs programok megvalósítása.

Az 1999 márciusi Renault-Nissan tranzakció során 8 hónapos közös értékelés és óvatos becslés alapján a szinergiák révén 3,3 milliárd dollár megtakarítást reméltek a 2000-2002 közti időszakban. A szinergiákat a beszerzési, a gyártási és a K+F folyamatok, valamint a földrajzi régiók tekintetében vélték érvényre jutni. A „Nissan megújulási terv” fogatosítása révén, amelynek fő lépései 21 ezer fő elbocsátása, 20%-os beszerzési kiadás és adminisztratív költség lefaragás valamint az alaptevékenységhez nem tartozó üzletágak és kisebbségi részesedések eladása voltak, továbbá a jelentős termékfejlesztésnek is köszönhetően a kezdeti 2000-es pénzügyi év 6 milliárd dolláros veszteségét követően a cég 2001-ben már 3 milliárd dollár adózott nyereséget ért el. Ez az eredmény a 2002-es évben megismétlődött (Tari [2003]).

Az Exxon-Mobil tranzakció esetében 2,8 milliárd dollár volt a tervezett megtakarítás, amit 9 ezer alkalmazott elbocsátásától, irodák bezárásától és az egymást átfedő üzleti egységek megkurtításától vártak el. A ChaseManhattan-Chemical Bank frigtól csak az 1999 év első negyedében 1,5 milliárd dolláros költségmegtakarítást reméltek, „természetesen” 12 ezer alkalmazott elbocsátását követően (Tetenbaum [1999]).

4. A TÉMA SZAKIRODALMA

4.1 Nemzetközi szakirodalom

Annak ellenére, hogy létezik egy növekvő M&A-val foglalkozó szakirodalom, az nem alkot összefüggő egységet. Különböző kutatások eltérő szemszögekből vizsgálják az adott témakört (Vaara [1995] 15. old.). Két egymástól eltérő irányzat azonban mint azt a bevezetőben említettem jól elkülöníthető. A „*hagyományos megközelítési mód*”, pénzügyi és stratégiai szempontból vizsgálja a M&A tranzakciókat. A „*szervezeti megközelítési mód*”, pedig inkább a humán erőforrás oldalról közelíti a M&A jelenséget (Pascal [1999]).

A M&A-val kapcsolatos *hagyományos megközelítési mód* a szervezetek sikerességének meghatározásakor a pénzügyi teljesítményt használja. A 80-as években a közgazdászok, stratégiák és pénzügyi tanácsadók szorgalmazták a M&A tranzakciókat. Ezek az ügyletek pénzügyi és érték-maximalizálási motívumokon alapultak, fő céljuk a részvényesi érték növelése volt, pénzügyi szinergia realizálása, méretgazdaságosság kihasználása, tudás transzfer és az ellenőrzés növelése révén (Cartwright, Cooper [1996]).

Valójában azonban a M&A tranzakciók nagy arányú sikertelenségüknek is köszönhetik elhíresültségüket. A kutatások eredményei azt bizonyítják, hogy a M&A tranzakciók igen gyakran negatív hatást gyakorolnak a nyereségességre. A méretgazdaságossági hatás elérése helyett, ami a kitűzött cél, a M&A tranzakciók alacsony termelékenységgel és nyereségességgel párosulnak. (Cartwright, Cooper [1996]). Cartwright és Cooper által közölt kutatási eredmények ahhoz a következtetéshez vezettek, hogy a M&A tranzakcióknak 50%-a pénzügyi kudarccal végződik.

A M&A tranzakciók sikertelenségét olyan észszerű gazdasági okokkal magyarázták, mint a méretgazdaságosság elérésének kudarca a stratégiai összehangoltság alacsony foka illetve hiánya, vagy a piaci feltételekben

bekövetkezett nem várt változások. Valójában annak ellenére, hogy a M&A tranzakciók ésszerűnek tekinthetők és stratégiai folyamatok, a döntéshozók személyes benyomásokkal bíró alanyok, akik igyekezete meghaladhatja az ésszerű megfontolásokat és elhanyagolhatják a szervezeti következményeket.

A hagyományos megközelítési móddal szemben, amely a stratégiai összeegyeztethetőséget hangsúlyozó osztott vagy kiegészítő üzleti stratégiákkal és célkitűzésekkel foglalkozik, a *szervezeti megközelítés mód* a szervezeti egyezőségre fókuszál, az együttműködő szervezetek kompatibilitásának fokát vizsgálja a kultúra, az adminisztrációs szervezetek és folyamatok, a menedzseri stílus, a döntéshozatal módja és a kommunikációs modellek szempontjából. Különbséget lehet ugyanis tenni M&A tranzakciós döntés meghozatala, illetve egy M&A tranzakció lebonyolítása között. Az előbbi inkább a szinergia hatás lehetőségei felismerésére és folyamatára helyezi a hangsúlyt, az utóbbi viszont jobban az integrációs folyamatra, a lehetőségek megvalósítására összpontosít (Cartwright, Cooper [1996]).

A M&A tranzakciók szervezeti megközelítésében a kultúrák kérdése fontos szerepet tölt be. Az egyik legfontosabb tényező, amely a M&A tranzakciókkal kapcsolatos problémákat előidézi a vállalati kultúrák közötti ellentét. A két szervezet kulturális egyezőségére vonatkozó hipotézis szerint közvetlen kapcsolat van a tranzakció sikeressége és a célvállalat, illetve felvásárló vállalat kultúráinak hasonlósági mértéke között (Cartwright, Cooper [1996]).

A hagyományos M&A megközelítési mód kudarcának oka abban rejlik, hogy csak pénzügyi és stratégiai szövetség szempontból kezeli a M&A tranzakciókat és elhanyagolja azok igen fontos humánerőforrás kérdéseit.

Kizárólagosan ésszerű pénzügyi és szervezeti tevékenység szempontokból vizsgálva a M&A tranzakciót, elhagyva a humán erőforrás vetületeit nem kapunk teljes képet. Minden döntést kétféle szempontból lehet megközelíteni, az ésszerűség és az elfogultság szempontjából. Az ésszerűség alatt a döntés technikai

tartalmát értjük, amely a rendelkezésre álló pénzügyi és stratégiai tényezőkön alapul. Míg az elfogultság a döntéshozókat befolyásoló emocionális hatásokat jelenti, amit nagyban befolyásolnak a kulturális tényezők és a döntéshozók szervezeti tulajdonságai (Cartwright, Cooper [1996]).

A M&A tranzakció valójában egy házasságként értelmezhető, ahol a partnerek kompatibilitása kritikus fontossággal bír a sikeresség szempontjából. Ezért a gond a M&A tranzakciók hagyományos megközelítési módjával az, hogy a kompatibilitás problémáját a stratégiai összeegyeztethetőség kérdéseire szűkítik, aminek következtében a tranzakció előtti szakaszban nem kezelik kellő jelentőséggel sem a vezetési stílusok kompatibilitását, sem pedig a vállalati kultúrák kérdéseit (Cartwright, Cooper [1996]).

4.2 Hazai szakirodalom

A vizsgált témához kapcsolódó hazai kutatások és publikációk száma igen csekély. Kifejezetten a határon átvélő akvizíciók és fúziók sikerességének elemzésére irányuló kutatással tudomásom szerint egyedül Tari esettanulmánya foglalkozik, amely a Renault-Nissan tranzakció megvalósításának körülményeit és elért eredményeit elemzi (Tari [2003]). A témához legközelebb álló következő cikk Heidrich tanulmánya, amely a CBM&A tranzakciók kulturális kihívásaival foglalkozik. (Heidrich [2002]).

A többi cikket és tanulmányt alapvetően két kategóriába lehet sorolni. Az elsőbe az akvizíciók és fúziók elméleti kérdéseit tárgyaló munkák tartoznak. Az akvizíciók és fúziók tipizálásával és értékelésük elméleti megközelítésével kapcsolatosan Bélyácztól olvashatunk részletes ismertetéseket (Bélyácz [2003a]; [2003b]; [2003c]; [2003d]). Molnár a vállalatfelvásárlások és összeolvadások típusaival, kiváltó okaival, valamint a tranzakciók folyamataival foglalkozik tanulmányában (Molnár [2000]). Czehlár az ilyen típusú tranzakciók egyik kulcsfontosságú lépését, a vállalatértékelést tárgyalja írásában (Czehlár [2000]).

Az akvizíciók és fúziók szabályozásának gyökereiről és európai, illetve magyarországi gyakorlatáról Lengyel cikkében olvashatunk (Lengyel [2001]). A szervezeti kultúrák szerepével az akvizíciós és fúziós folyamatokban Gyulai és Német cikkében találkozhatunk (Gyulai, Német [2003]). Liebner a vállalategyesítések egyik sikertényezőjére az emberi erőforrásokkal való gazdálkodásra helyezi a hangsúlyt tanulmányában (Liebner [1999]). Vezetői kivásárlások témában figyelemre méltó Karsai munkássága (Karsai [1991]; [1993a]; [1993b]; [1994]). Az M&A tranzakciók során fontos kérdésként felvetődő szinergia pedig Tóth tanulmányainak központi témája (Tóth [1999]; [2002]). Az akvizíciós és fúziós tevékenységeket is befolyásoló adórendszerek részletes tárgyalásával elméleti és gyakorlati síkon egyaránt Baloghnál találkozhatunk (Balogh [2003]).

Gáspár Bencéné pedig a számítógépes hálózatok (internet) gazdasági életre gyakorolt hatásait vizsgálja tanulmányában (Gáspár Bencéné [1999]). M&A-ra vonatkozó számpéldákat többek között még Fazakas és társai egyetemi tankönyvében lelhetünk (Fazakas et al [2003]).

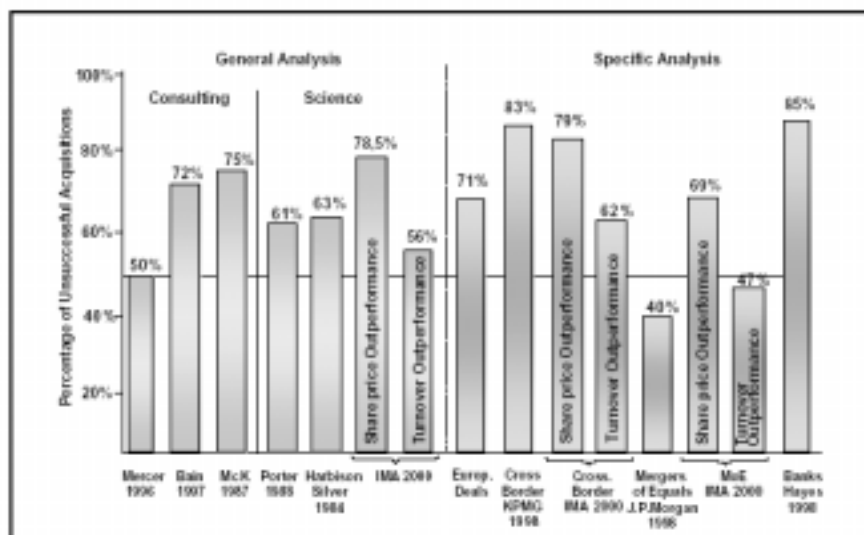
A tanulmányok másik kategóriájába az akvizíciókról és fúziókról szóló riportok és jelentések találhatók. Ebben a kategóriában három csoportot lehet megkülönböztetni. Az elsőbe a tanácsadó cégek évente készített a Közép-Kelet Európa-i régió országainak összefoglaló jelentései tartoznak (PricewaterhouseCoopers, [2001]; [2002]). A másik csoportba a fúziók és felvásárlások magyarországi helyzetét ismertető riportok (Berecz [2001]; Tompa et al [2001]) sorolhatók. A harmadikba a GKI gazdaságkutató Rt. és az Ernst & Young által az akvizíciók és fúziók magyarországi viszonyait feltérképező eddigi legrészletesebb és legjelentősebb felmérés eredményeit közreadó tanulmány (Csáky et al [2001]), valamint ezen felmérés eredményeit kommentáló cikkek, mint például (Sulok [2001]) találhatók.

5. A TRANZAKCIÓK SIKERESSÉGE

Mint azt a szakirodalmi kitekintés felvezető része is érzékeltette, a vizsgált téma központi kérdése a tranzakciók sikeressége. Nem meglepő tehát, hogy az M&A tranzakciók jövedelmezőségét vizsgáló kutatásokból száznál is többel találkozhatunk a szakirodalom tanulmányozása során. A bevezetőben említett és túlságosan is leegyszerűsített általánosítást, a 80/20%-os sikertelen és sikeres arány igazolását vélhetjük felfedezni a 12. ábrán, mely szerint a M&A tranzakciók értéket csökkentenek az érték növelése helyett.

Holott a tranzakció utáni teljesítményt vizsgáló irodalom általános a-priori feltevése, hogy a M&A tranzakciókat megvalósító vállalatok elsődleges célja a tulajdonosi érték növelése a teljesítmény fokozásán keresztül (Carper [1990] ; Lubatkin [1983]).

12. ábra: M&A tranzakciók sikerességét vizsgáló kutatások eredményei



Forrás: Jansen [2000] 6. old.

Ahhoz, hogy tudományos nézőpontból is elfogadható módon interpretálhassuk az egyes kutatások M&A tranzakciókra vonatkozó eredményeit, előbb szükséges néhány további fontos kérdés tisztázása. Mit értünk siker alatt? Milyen időtávon mérjük a sikert? Kinek a szempontjából értelmezzük a sikert? Milyen mintán

végezzük az elemzést? Milyen módszert alkalmazunk az elemzéshez? A felsorolt kérdésekre adandó válaszok egyike sem hagyható figyelmen kívül, mivel ezek mind befolyásolják következtetéseink érvényességét.

5.1 A siker értelmezése

A sikeresség eltérő értelmezési lehetőségei miatt elengedhetetlen a fogalom a priori értelmezése és definiálása (Jansen [2001]). Mivel a M&A és a CBM&A tranzakciók befektetéseknek minősíthetők, értékelésüknél gazdasági szempontokat kell figyelembe venni. Ez azt jelenti, hogy helyesen akkor járunk el, ha a nettó jelenérték módszert (Brealy, Myers [1995]) alkalmazzuk értékelési kritériumként. Sikeresnek tekinthetünk tehát minden olyan tranzakciót, amely legalább akkora hasznot hoz a megvalósítóinak (a tranzakció $NPV \geq 0$), mint bármilyen más hasonló kockázatú befektetés.

5.2 Az időtáv megválasztása

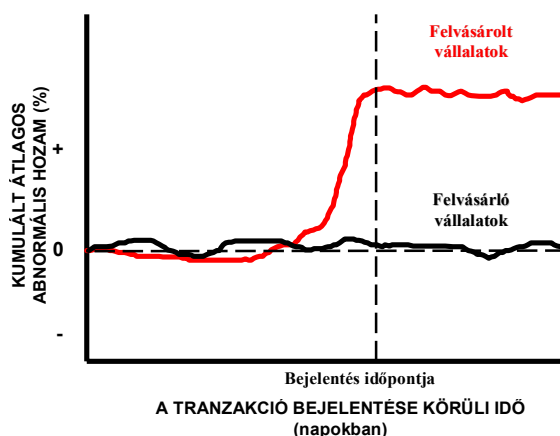
A választható időtáv lehet a rövid, illetve a hosszú táv. A rövidtáv alatt itt a néhány, maximum 10 nap értendő. A rövid távú elemzésekkel foglalkozó tanulmányok 80%-ban az elemzési horizontot nem haladja meg az 5 napot (egy munkahét). A hosszú táv alatt az egy év és annál hosszabb időszak értendő. A legtöbb tanulmány beéri a 365 nap alkalmazásával. Az elemzésnél alkalmazandó időtáv hossza egyébként a szakirodalomban is vita tárgyát képezi. A rövidtáv ellen érvelők szerint a néhány nap nem képes a tranzakció teljes hatását megfogni, ezzel szemben a hosszú táv ellen érvelők szerint a túl hosszú időszak már más tényezők és események hatásait is magába foglalja összemosva ezeket a tranzakció hatásaival (Danbolt [2001]).

Kleinert és Klodt szerint a tranzakciók legtöbb következménye a megvalósítást követő három évben fejti ki hatását (Kleinert, Klodt [2002]). A választott időtáv egyébként nagyban függ az alkalmazott módszertől és a rendelkezésre álló adatoktól is.

5.3 Az értékelés szempontjának meghatározása

A sikert három szempontból lehetséges értékelni. A felvásárló vállalat, a cél vállalat vagy felvásárolt vállalat, valamint a kettő együttes figyelembevétele szempontjából. Mint azt a következő 13. ábra szemlélteti, nem mindegy ugyanis, hogy kinek a szemszögéből vizsgáljuk az eredményeket. A felvásárolt vállalatok részvényeseinél rövidtávon egyértelmű az extraprofit lecsapódása a megnövekedett részvényárfolyam következtében, míg a támadó /felvásárló vállalat részvényeinek árfolyamában bekövetkező rövid távú értékváltozás nem ilyen egyértelmű.

13. ábra: A felvásárló és felvásárolt vállalatok abnormális hozamainak alakulása az idő függvényében



Forrás: Buckland [2002]

A változás a legtöbb esetben a felvásárló vállalatok részvényeinek árfolyamában rövidtávon nem érzékelhető (Conn et al [2001]; Goergen, Renneboog [2002]), sőt esetenként árfolyamcsökkenés következik be, ami értékcsökkenéshez vezet a felvásárló vállalatra nézve.

5.4 A minta kiválasztása

A választott minta több okból kifolyólag is hatást gyakorol a kutatások eredményeire és így korlátozza a következtetések megfogalmazhatóságát. Az eredmények érvényessége, általánosíthatósága és időbeli állandósága mintáról mintára változhat (King [2002]). A legtöbb esetben komoly gondot jelent a kutatók számára a megfelelő mintához való hozzáférés. A kutatásokhoz felhasználható gyér finanszírozási keretek már eleve beszűkítik a mintaválasztás lehetőségét. A mindenki számára hozzáférhető ingyenes adatbázisok viszont hiányosak és elavultak, amelyek komolyabb kutatások elvégzésére szinte alig nyújtanak lehetőséget és az ezekből kapott eredmények érvényessége szintén megkérdőjelezhető.

Léteznek viszont olyan adatbázisok is, amelyek napi frissítéssel tartalmazzák az összes eddigi megkötött M&A tranzakciót és tranzakciónként több mint 60 adatot a résztvevő felekről, illetve a tranzakcióról magáról. Ezek azonban kereskedelmi adatbázisok, szigorúan profitorientáltan működnek és díjaik a kutatók számára szinte megfizethetetlenek.

6. A SIKER ELEMZÉSÉNEK LEHETSÉGES MÓDjai

Az M&A tranzakció sikerességének vizsgálatánál négyféle elemzési technika terjedt el (Bruner 2002):

- a piaci hozamokon alapuló módszer,
- a számviteli adatokon alapuló módszer,
- a menedzseri felmérésen alapuló módszer,
- az esettanulmány.

6.1 Piaci hozamok módszer

A piaci hozamokon alapuló módszer a vállalat részvényesei által realizálható kumulált abnormális hozamok (*Cummulative Abnormal Return - CAR*) vizsgálatára épül. A napi hozam a részvényárfolyamokban keletkezett %-os változás (plusz az esetleges fizetett osztalékok) csökkentve egy referencia/benchmark hozammal – a tőke alternatíva költsége -, amit a befektetők egy hasonló kockázatú befektetéstől aznap elvárhattak. A referencia hozamot általában egy piaci index (Dow Jones Average, S&P 500 stb.) napi változása jelenti. Az említett módon csökkentett napi hozamokat összeadják, és ezt vizsgálják a tranzakció előtti, illetve utáni időszakban attól függően, hogy milyen elemzési időintervallumot (eseményablakot) választottak. Például egy (-10;+10) eseményablak esetén 10 napi kumulált abnormális hozamot - a tranzakciót megelőző időszakból - viszonyítanak szintén egy 10 napos kumulált abnormális hozamhoz, de már a tranzakciót követő időszakból.

Az ilyen típusú tanulmányokat előre tekintőnek tartják azon megfontolás alapján, hogy a részvényárfolyamok egyszerűen a részvényesek által elvárt jövőbeli pénzáramlások jelenértékeként értelmezhetők. 1970 óta minden kétséget kizáróan ez a típusú elemzési eljárás a domináns a vizsgált területen. Ilyen módszert alkalmazott tanulmányában például DeLong (DeLong [2001]).

6.2 Számviteli adatokon alapuló módszer

Számviteli adatokon alapuló módszer esetében a vállalatok által készített számviteli beszámolókból nyilvánosságra hozott pénzügyi eredményeket vizsgálják a felvásárló vállalatoknál a tranzakció előtti és utáni időszak adatait összehasonlítva arra vonatkozóan, hogy hogyan változott a pénzügyi teljesítmény a tranzakció hatására. A hangsúlyt ezekben a tanulmányokban a nettó jövedelem, a saját-tőke arányos nyereség, eszközarányos nyereség, EPS, tőkeáttételi és likviditási mutatók vizsgálatára helyezik.

A legjobb tanulmányok méret és iparág szerinti struktúrákba rendezve hasonlítják össze az M&A tranzakciókban résztvevő vállalatok csoportjait az ilyen tranzakciókban nem érintett vállalatok csoportjaival. A kérdés itt az, hogy túlteljesítik-e a felvásárló vállalatok a nem akvirálók viszonyítási csoportját. Ebbe a kategóriába Ravenscraft és Scherer tanulmánya tartozik a leggyakrabban hivatkozottak közé (Ravenscraft, Scherer [1987]).

6.3 Menedzseri felmérésen alapuló módszer

A menedzseri felméréseken alapuló módszer esetében egyszerűen kikérdezik az M&A tranzakciókban résztvevő vállalatok menedzsereit a tranzakció kimenetelét és körülményeit illetően. Ehhez egy standardizált kérdőívet használnak, amelyet kitöltenek a felsővezetők egy csoportjával és mintaelemenként feldolgozva a kapott eredményeket a végén - a minta alapján - általánosításokat fogalmaznak meg. Példa az ilyen jellegű kutatásra Hitt és Tyler munkája (Hitt, Tyler [1991]).

6.4 Esettanulmány

Esettanulmányoknál pusztán csak egyetlen tranzakcióra, vagy egy nagyon kicsi mintára helyezik a hangsúlyt, de azt igen mélyen vizsgálják. A felsővezetők és a tranzakció tervezésében, lebonyolításában résztvevők mélyinterjúi alapján, valamint a tranzakcióhoz köthető írásos belső és külső dokumentumok, a

gazdasági sajtóban megjelent cikkek, továbbá kereskedelmi adatbázisokban fellelhető kapcsolódó információk feldolgozása révén próbálják meg feltérképezni az ügylet lényeges körülményeit a legapróbb részletekig elmenve. Esetenként eltérő és merőben új, érdekes bepillantásokat eredményezhet a színpalak mögé ez az elemzési módszer. Egyik kiváló példánya ennek a műfajnak Clercnek a Renault-Nissan esetét feldolgozó tanulmánya (Clerc [1999]).

A piaci hozamokon illetve a számviteli adatokon alapuló módszerek egyébként jól kiegészítik egymást. Mivel a piaci hozamokon alapuló elemzés ex ante jellegű, a hozam ezen esetekben a részvényárfolyamokból kalkulálódik amik köztudottan a jövőbeli várható teljesítmény jelenbéli értékelései. Míg a számviteli adatokon alapuló elemzés ex post jellegű, azaz utólagos teljesítményértékelést testesít meg (Anand, Singh [1997]). Mindkét módszernek megvannak azonban a maga korlátai.

A különböző elemzési módszerek más és más szempontok miatt tekinthetők előnyösnek illetve hátrányosnak. Mindegyiknek vannak erősségei és gyengeségei, mint azt a következő 8. táblázat tartalmazza.

8. táblázat: M&A tranzakció sikerességének vizsgálatánál alkalmazható elemzési technikák összehasonlítása

	Piaci hozamokon alapuló tanulmány	Számviteli adatokon alapuló tanulmány	Menedzseri kutatáson alapuló tanulmány	Esettanulmány
ERŐSSÉG	<ul style="list-style-type: none"> A befektetők érték növekedésének közvetlen mérési lehetősége. Előre tekintő mérése az értékteremtésnek. A részvény-árfolyamok a jövőbeli várható pénz-áramlások jelenértékei. 	<ul style="list-style-type: none"> Hitelesség, auditált kimutatások. Befektetők által használt vállalati teljesítmény megítélésre. Közvetlen mérése a gazdasági értékteremtésnek. 	<ul style="list-style-type: none"> Betekintési lehetőség az értékteremtés folyamatába, amit a tőzsdei információk nem tartalmaznak. A tranzakciók részletes ismeretéből és a közvetlen kapcsolatból származó előnyök. 	<ul style="list-style-type: none"> Objektivitás, alapos ismeretek szerzésének lehetősége. Induktív kutatás. Ideális új minták és magatartások felkutatására.
GYENGESEÉG	<ul style="list-style-type: none"> Hatékony tőkepiacok meglétét feltételezi, ami kutatások eredményei alapján nem mindig és mindenhol teljesül. Támadható a részvények árfolyamváltozását előidéző több esemény együttes hatásainak összekeveredése miatt. 	<ul style="list-style-type: none"> Különböző évek adatainak összehasonlíthatatlansága. Változó számviteli politika. Számviteli szabály-ok és gyakorlat országonként eltérők. Visszatekintő jellegű. 	<ul style="list-style-type: none"> Menedzser és tulajdonos közti megbízó ügynök probléma. Kedvező színben történő prezentálása a történeteknek. Alacsony együttműködési készség a menedzserek részéről, ami megkérdőjelezi a következtetések, általánosítások érvényességét. 	<ul style="list-style-type: none"> Alkalmatlan hipotézisek ellenőrzésére, az egy vagy nagyon kicsi minta miatt. Általánosítási lehetőség korlátozott. Az egyéni sajátosságok miatt nehézkes a lényegkiemel és.

Forrás: Bruner [2002] 16. old.

7. A SIKERT ELEMZŐ EDDIGI TANULMÁNYOK

Hosszú idő eltelt már Deving (Deving [1921]) első akvizíciók és fúziók elemzésével foglalkozó tudományos kutatásának megjelenésétől. Azóta száznál is több tanulmány készült a témával kapcsolatosan, és ha a legtöbb dologban általában egymástól eltérők is, éppúgy mint a kapott eredmények tekintetében, egy valami közös azért van bennük, ez pedig a sikeresség mint központi kérdés.

Érthető tehát ezért egyes kutatók részéről ezen szerteágazó vizsgálatok és elemzések összefoglalására irányuló igyekezet. Ebbe az összefoglaló műfajban tartoznak King (King [2000]), Bruner (Bruner [2002]) valamint Conn és társai (Conn et al [2001]) kutatásai.

King tanulmányában az akvizíciók utáni vállalati teljesítményeket vizsgáló empirikus kutatásokat elemezte. Jensen és Ruback (Jensen, Ruback [1983]) tanulmányával kezdődően 42 darab az 1983 és 2001-es időszakban publikált általa legjelentősebbnek tartott tanulmány következtetéseit foglalta össze (King [2000]). 31 tanulmány a 42-ből vont le értékelhető következtetéseket az akvizíció utáni teljesítményre vonatkozóan. 14 tanulmány teljesítménynövekedést figyelt meg, míg 17 tanulmány változatlan vagy csökkenő teljesítményről számolt be. A kutatások típus és eredmény szerinti megoszlását a következő 9. táblázat tartalmazza.

9. táblázat: Akvizíció utáni vállalati teljesítményeket vizsgáló kutatások eredményei

Teljesítmény mérési módszer	Növekvő teljesítmény	Csökkenő Teljesítmény
Piaci hozamok módszer	6	7
Számviteli módszer	1	3
Piaci hozamok és számviteli módszer	3	4
Egyéb módszerek	4	3
Összesen	14	17

Forrás: King [2000] 38. old.

Bruner (Bruner [2002]) munkájában 114 darab M&A tranzakció sikerességét vizsgáló - a témával foglalkozó szakirodalomban legtöbbet hivatkozott - tanulmány eredményeit elemezte. Az elemzés alapján a következő megállapításokat tehetjük az egyes tanulmánytípusokra vonatkozóan.

7.1 Piaci hozamokon alapuló tanulmányok eredményei

A piaci hozam módszerrel a cél vállalatok nyereségességét vizsgáló kutatások alapján, (mint azt a 13. ábra is szemléltette) egyértelműen megállapítható, hogy ezek részvényesei a tranzakciót követően pozitív abnormális hozamot könyvelhettek el. A 21 vizsgált tanulmány átlagos abnormális hozama +24,9% volt. Az átlagos minta nagyság 250 db. Az egyes tanulmányok az 1919-1999 közötti időszakból átlagosan 17 éves periódusokat vizsgáltak, általában (-5;+5) nap eseményablakot alkalmazva. A választott eseményablak hossza 5 esetben haladta meg a 21 tanulmányból ezt a távot.

A felvásárló vállalatok nyereségességét vizsgáló tanulmányok esetében nem ilyen egyöntetű a kép. 44 db tanulmány adataiból 20 db mutatott negatív kummulált abnormális hozamot, melynek átlagos értéke -1,4% a 20-ból 13 db szignifikánsan negatív volt. Az egyes tanulmányok az 1929-1999 közötti időszakból átlagosan 13 éves periódusokat vizsgáltak, általában (-5;+5) eseményablakot alkalmazva. A választott eseményablak hossza 3 esetben haladta meg a 20-ból ezt a távot. További 24 tanulmány pozitív kummulált abnormális hozamot mutatott, ennek átlagos értéke +2,21% volt. Az egyes tanulmányok az 1919-1996 közötti időszakból átlagosan 16 éves periódusokat vizsgáltak 60%-ban nem haladva meg a (-5;+5) esemény ablak hosszát. A 24 tanulmányból 17 volt szignifikánsan pozitív. 14 tanulmány a 44-ből 0 kummulált abnormális hozamot mutatott ki.

Mint az az eseményablakok méretéből egyértelműen kikövetkeztethető a tanulmányok a tranzakciók rövid távú eredményességét vizsgálták. 11 további tanulmány a felvásárló vállalatok nyereségességét hosszú távon vizsgálta, ahol az eseményablak általában a tranzakciót követő 1 és 5 év között mozgott. Az egyes

tanulmányok az 1929-1991 közötti időszakból átlagosan 18 éves periódusokat vizsgáltak. Az átlagos minta mérete 350 tranzakció. Egy tanulmány kiugróan magas 4000 db mintával dolgozott. A 11 tanulmány által kimutatott átlagos kummulált abnormális hozam -6% volt. Agrawal és Jaffe feldolgozva a hazai tranzakciók hosszú távú sikerességével foglalkozó kutatásokat szintén arra a következtetésre jutott, hogy szignifikáns negatív abnormális hozam figyelhető meg a tranzakciót követően, igaz, hogy csak a fúziók esetében (Agrawal, Jaffe [2000]).

A felvásárló- és cél-vállalatok M&A tranzakció utáni kombinált hozamát 20 db tanulmány együttesen vizsgálta. Ezen tanulmányok többsége a portfólióhozam számítás módszer szerint a felvásárló és cél vállalat tőkeerejével súlyozták a két vállalat részvényesei által realizált kummulált abnormális hozamokat. Az átlagos minta nagysága 180 db tranzakció volt. Az egyes tanulmányok az 1919-1999 közötti időszakból átlagosan 15 éves periódusokat vizsgáltak. Az eseményablakok hossza többnyire (-20;+20) nap alatt van csak 4 esetben haladta meg ezt. Az átlagos kombinált kummulált abnormális hozam mind a 20 tanulmány esetében pozitív, 11 esetben szignifikánsan.

7.2 Számviteli adatokon alapuló tanulmányok eredményei

A számviteli adatokon alapuló 14 tanulmány többsége a sajáttőke- és az összes eszköz arányos nyereség (ROE és ROA mutatók) csökkenését figyelték meg a tranzakciót követően a felvásárló vállalatoknál. Az egyes tanulmányok az 1948-1995 közötti időszakból átlagosan 16 éves periódusokat vizsgáltak. A minták átlagos száma 200 tranzakció.

7.3 Menedzseri felmérésen alapuló tanulmányok eredményei

A menedzseri felmérésen alapuló 13 tanulmány közül 6 negatív eredményeket, míg a maradék 7 semleges, vagy enyhén pozitív változást figyelt meg a felvásárló vállalatoknál. Az átlagos minta mérete 185 tranzakció, egy kutatás ennél jóval

nagyobb 5409 elemű mintán végzett elemzést. Az egyes tanulmányok az 1955-1998 közötti időszakból átlagosan 5 éves periódusokat vizsgáltak.

7.4 Esettanulmányok eredményei

A 6 darab esettanulmányból 3 esetben sikerként könyvelhető el a tranzakció a felvásárló vállalat részéről, míg 3 esetben teljes kudarcként. Az esetek az 1980-as évek végéről és a 90-es évek elejéről származnak.

7.5 CBM&A tranzakciók sikerességét vizsgáló tanulmányok eredményei

A kifejezetten CBM&A tranzakciók sikerességét vizsgáló tanulmányokból viszonylag kevesebb található a szakirodalomban. Ennek magyarázata az, hogy határon átvéelő tranzakciókat nagyobb számban, mint azt az 1. táblázatban bemutattam csak az utolsó, 5. hullámban (az 1993-2000 közötti időszakban) kötöttek. Azonban mint azt néhány korai, a hazai és a határon átvéelő tranzakciók összehasonlításával foglalkozó elemzés előre jelezte a határon átvéelő tranzakciónál kifizetett átlagos felvásárlási prémium szignifikánsan magasabb volt, mint a hazai tranzakciók esetében fizetett, ami már az indulás pillanatában megnehezítette a felvásárló vállalatok számára a tranzakciót követő tulajdonosi érték növekedés megvalósítását (Dewenter [1995]).

Kleinert és Klodt kutatásaikban arra a megállapításra jutottak, hogy a sikeresség szempontjából a CBM&A ügyletek nem különböznek szignifikánsan a hazai M&A-tól. A tranzakciók típusa (horizontális, vertikális, konglomerátum) sincs szignifikáns hatással a sikerességre. A vállalatspecifikus tényezők azok, amelyek szerintük nagyobb mértékben meghatározói a tranzakciók sikerességének (Kleinert, Klodt [2002]). Hasonlóan, mint az előző M&A hullámok esetében, a siker valószínűleg a CBM&A-ban gazdag 5. hullámban sem különbözik az „érmefeldobás” eredményétől. Jaquemin és társai megfigyelték, hogy a hazai M&A tranzakciókban résztvevő célvállalatok részvényesei nagyobb nyereséget könyvelhetnek el, mint a CBM&A-ban résztvevő társaik (Jaquemin et al [1989]).

Danbolt ezzel szemben azt állapította meg, hogy az UK célvállalatok részvényesei jelentősen magasabb nyereséget realizálnak CBM&A tranzakció esetén, mint hazai M&A tranzakcióknál (Danbolt [2001]).

Mint az látható, a hazai- és a CBM&A tranzakciók különböző mértékű abnormális hozamot eredményezhetnek, főleg ha a vállalati ellenőrzések piacai a nemzeti határokkal szegmentálva vannak (Fatemi, Furtado [1988]). A szakirodalom azt sugallja, hogy CBM&A tranzakciók esetében, szemben a hazai M&A tranzakciókkal a célvállalatok részvényesei által realizált magasabb hozam okozót négy nagy csoportba lehet sorolni: nemzetközi hálózat diverzifikáció, piac elérhetőség, árfolyamráta hatás és menedzseri tényezők csoportba (Danbolt [2001]). Madura és White szerint a vállalatok épp a nemzetközi diverzifikáció révén igyekeznek stabilizálni a pénzáramaikat, csökkentve ezzel a tulajdonosaikra és a hitelezőikre háruló kockázatot (Madura, White [1990]). Az abnormális hozamok szintje szintén változhat az egyes országok különböző M&A-ra vonatkozó szabályainak és törvényeinek, valamint a piacok hatékonyságának függvényében (Conn, Connell [1990]).

A viszonylag kis számú, határon átvágó tranzakciók sikerességét vizsgáló tanulmány többsége rövidtávon értékelte a tranzakciók hatásait. Markides és Ittner 276 USA vállalat nemzetközi akvizícióit vizsgálva az 1975 és 1988 időszakban, arra a következtetésre jutott, hogy egynapos abnormális hozamuk pozitív (Markides, Ittner [1994]). Doukas és Travlos kutatásai ezt megerősítik (Doukas, Travlos [1988]). Morck és Yeung 322 külföldi vállalat USA-beli akvizícióját elemezve az 1979-1988 időszakban szintén pozitív abnormális hozamot észleltek a tranzakciót követő napon, ha a felvásárló vállalat jelentős immateriális eszközállománnyal bírt (Morck, Yeung [1991]). A kifejezetten csak USA felvásárló vállalatok CBM&A tranzakcióinak sikerességét vizsgáló tanulmányokból egyértelműen az derül ki, hogy a rövid távon realizált CAR hozama ezen tranzakcióknak, mint az a 10. táblázatból kiolvasható, általában 0.

10. táblázat: USA felvásárló vállalatok CBM&A tranzakcióit követő rövid távú CAR hozamát vizsgáló tanulmányok

Szerző	Célvállalat országa	Minta méret és időszak	Modell típus és adatok	Rövid távú CAR hozam	Hosszú távú CAR hozam
Black et al., (2001)	Különböző	360 ügylet 1985-95	piaci napi	0,15	
Cakici et al., (1996)	Különböző	112 ügylet 1983-92	piaci napi	0,28	
Conn-Connell (1990)	U.K.	35 ügylet 1971-80	piaci napi	-2,53 től 10,41 ig	-11,49 től 11,37 ig
Doukas (1995)	Különböző	463 ügylet 1975-89	piaci napi	0,41	
Doukas-Travlos (1988)	Különböző	301 ügylet 1975-83	piaci napi	0,08	
Eckbo-Thorburn (2000)	Kanada	394 ügylet 1964-83	piaci havi	0,22	-3,72 +1, +12 hónap
Erwin-Perry (2000)	Különböző	185 ügylet 1985-97	piaci napi	0,65 horizontális 1,93 konglomerát	
Markides-Ittner (1994)	Különböző	276 ügylet 1975-88	piaci napi	0,32	
Morck-Yeung (1992)	Különböző	322 ügylet 1978-88	index napi	0,29	

Forrás: Conn et al. [2001] 43. old.

Azon tanulmányok esetében, ahol az USA vállalatok a célpontok, az eredmények a tranzakciót követően már nem ilyen egyöntetűek, ahogy azt a 11. táblázat is szemlélteti. A tanulmányok egyharmada szerint a rövid távú CAR hozam 0, másik harmada szerint negatív és harmadik harmada szerint pozitív. Cakici és társai elemzésükben az 1983-1992 időszakra 195 külföldi vállalat USA-beli cél vállalat felvásárlását követően szintén szignifikánsan pozitív abnormalis hozamot észleltek, de az USA vállalatok külföldi felvásárlásait követően a vizsgált időszakban már nem mutattak pozitív abnormalis hozamot (Cakici et al. [1996]).

Ugyanezt figyelték meg Eckbo és Thorburn az 1964-1983 időszakra kanadai és USA vállalatok egymás közti tranzakcióiban. A kanadai felvásárló vállalatok szignifikánsan pozitív abnormalis hozamot értek el a tranzakciót követően, míg az USA-beli felvásárló vállalatok hozama inszignifikáns volt (Eckbo, Thorburn

[2000]). Kiyamaz és Mukherjee 141 USA célvállalat külföldi vállalatok általi felvásárlását és 112 külföldi célvállalat USA vállalatok általi felvásárlását elemezve az 1982-1991 időszakból szintén ezt figyelték meg (Kiyamaz, Mukherjee [2000]).

11. táblázat: USA cél vállalatokat felvásárló vállalatok CBM&A tranzakcióit követő rövid távú CAR hozamát vizsgáló tanulmányok

Szerző	Felvásárló vállalat országa	Álanta méret és időszak	Modell típus és adatok	Rövid távú CAR hozam	Hosszú távú CAR hozam
Aw-Chatterjee (2000)	U.K.	79 ügylet 1991-96	piaci havi	-4,46	-8,07
Cakici et al., (1996)	Különböző	195 ügylet 1983-92	piaci napi	1,96	
Conn-Connell (1990)	U.K.	38 ügylet 1971-80	piaci havi	-7.87 töl 9.49 ig	-22,62 töl 11,33 ig
Corhay-Rad (2000)	Hollandia	17 ügylet 1990-96	piaci napi	1,97	
Danbolt (1995)	Különböző	71 ügylet 1986-91	piaci, index napi	0,23 0,8	-5,14 -2,45
Eun et al. (1996)	Különböző	225 ügylet 1979-90	piaci havi	-1,20	
Kang (1993)	Japán	102 ügylet 1975-88	piaci napi	0,51	
Mathur et al. (1994)	Különböző	77 ügylet 1984-88	piaci napi	-1,84	
Servaes-Zenner (1994)	Különböző	779 ügylet 1974-90	index napi	0,05	

Forrás: Conn et al. [2001] 43-44. old.

Kétségtelen tény, hogy az eddig ismertett tanulmányok által vizsgált hazai M&A illetve a CBM&A tranzakcióknak 95%-ában legalább az egyik szereplő USA vagy U.K. vállalat. Ennek fő magyarázata, hogy az akvizíció és fúzió az angol-szász vállalatirányítási gyakorlat tipikus jellemzője és csak az elmúlt néhány évtizedben vált széles körben alkalmazott stratégiai eszközzé. Hosszú távú idősorok a vállalatok részvényárfolyamaira vonatkozóan, valamint több év számviteli adatai, amik az elemzések szempontjából nélkülözhetetlenek, szintén csak az USA és U.K. vállalatokról álltak és állnak a kutatók rendelkezésére a legnagyobb számban, a legkönnyebben és térítés mentesen hozzáférhetően. Nem meglepő tehát, hogy az első hosszú távú jövedelmezőséget vizsgáló kutatások ismételtén csak USA és U.K. vállalatokra vonatkoztak.

A hosszú távú elemzések iránti igényt egyébként a rövid távú elemzések által produkált ellentmondásos eredmények indokolták. Ezt bizonyítják a Bruner által vizsgált kutatások eredményei (Bruner [2002]).

Erősen hatékony tőkepiacon a várakozások, és az összes létező információ beépül az árfolyamokba, amelyek valójában a részvények birtoklásából származó jövőbeli pénzáramlások jelenértékeiként értelmezendők. Mivel a piac nem mindenütt és nem mindig tesz eleget a hatékonyság ezen erős szintje által támasztott követelményeknek, így esetenként rövidtávon előfordulhat, hogy a piac nem megbízhatóan jelzi előre a felvásárló vállalat akvizíciót vagy fúziót követő jövőbeli teljesítményét. Szükségessé válik tehát egy hosszabb távú elemzés, amely a piac rövidtávon felmerülő esetleges hibáit képes korrigálni. A hosszú távú elemzésekénél, mint azt a 10. és 11. táblázatokban egyes kutatásoknál láthattuk, kezdetben ugyanazt a módszert alkalmazták, mint a rövid távú elemzések esetében.

Néhány korai a témával foglalkozó tanulmány azonban arra hívta fel a figyelmet, hogy a rövidtávra alkalmazott módszerek nem felelnek meg a hosszú távú elemzésekhez (Conn, Connell [1990]). Az új javasolt módszer a BAHK (*Buy and Hold Return*) hozamszámítás, ahol a részvény megvásárláskori árfolyam és a vizsgált időperiódus végi árfolyam alapján kalkulálható hozamot korrigálják az adott időszak referencia hozamával. A módszer alkalmazását hosszú távú elemzésekhez Fama (Fama [1998]) valamint Lyon és társai (Lyon et al [1999]) javasolták. Ezt a módszert alkalmazták a 12. táblázatban feltüntetett hazai - (országon belüli) M&A tranzakciók hosszú távú jövedelmezőségét vizsgáló tanulmányok is.

12. táblázat: Hazai M&A tranzakciók hosszú távú jövedelmezőségét vizsgáló tanulmányok

Szerző	Minta méret és időszak	Módszer	Hosszú távú BAHR vagy CAR hozam %-ban
Loughran-Vijh (1997)	947 USA ügylet 1970-89	5 éves hozam módosítva a MTBV alapján választott portfólió hozamával.	-25 részvény fúziónál +61.7 készpénzes versenyajánlatnál, a hozam a fizetés módja és a szándék /baráti, ellenséges/ szerint változik.
Gregory (1997)	420 U.K. ügylet 1984-92	6 különböző modell 1. CAPM 2. Dimson-Marsh modell 3. Méret decilis modell 4. Multi-index SML modell 5. Multi-index HG modell 6. Fama-French 3 faktoros modell	CAR API -17,73 -12,44 -12,52 -11,25 -11,82 -11,03 -14,29 -9,18 -2,03 -8,15 -18,01 -12,22
Higson-Elliot (1998)	830 U.K. ügylet 1975-90	bejelentéstől 3 évig havi adatokkal számolt BAHR	Bejelentésnél 0,43 + 3 év alatt 0,82 100 legnagyobb ügyletnél 4,61 a hozam időszak és referencia vállalat méret függő
Cosh-Guest (2001)	U.K. ügyletek 1985-96	méret és MTBV alapján választott referencia vállalatok	4 éves BAHR 0 ellenséges felvásárlás 4 éves BAHR -22 baráti felvásárlás
Baker-Limmack (2001)	595 USA ügylet 1977-90	méret és MTBV alapján választott referencia vállalatok, Fama-French 3 faktoros modellje	negatív abnormális hozam +3 és +5 év 0 abnormális hozam készpénzes ajánlatnál negatív abnormális hozam részvény ajánlatnál

Forrás: Conn et al. [2001] 45-46. old.

CBM&A tranzakciók felvásárló vállalatainak hosszú távú sikerességét elemezve, az 1985-1995 időszakra Black és társai 361 olyan tranzakció alapján, ahol USA vállalat külföldi célpontot vásárolt fel, negatív abnormális hozamot figyeltek meg mind három, mind ötéves tranzakciót követő időszakban (Black et al [2001]). Gugler és társai kutatásainak eredményei megerősítik ezt a megállapítást, mert ők szintén szignifikáns csökkenést figyeltek meg a felvásárló vállalatok piaci értékében a CBM&A tranzakciót követő ötéves időszakban (Gugler et al. [2000]).

Ezzel szemben Conn és társai 1065 CBM&A tranzakció hosszú távú jövedelmezőségét megvizsgálva azt találták, hogy a felvásárló vállalatok a tranzakciót követő egy évben szignifikánsan pozitív, majd a harmadik évet követően pedig 0 BAHR hozamot realizáltak (Conn et al. [2001]).

Ez az eredmény, mint az a 13. táblázatból látható, teljesen ellentétes Black és társai kutatásainak eredményeivel. Ezek az elemzések a már említett BAHR módszert is alkalmazták a hosszú távú hozamok meghatározásához.

13. táblázat: CBM&A tranzakciót követő hosszú távú jövedelmezőséget vizsgáló tanulmányok

Szerző	Ínta méret és időszak	Módszer	Hosszú távú BAHR vagy CAR hozam
Black et al. (2001)	361 ügylet 1985-95	3-5 éves BAHR módosítva méret, MTBV és előző teljesítmény alapján	-13% 1 évre -43% 5 évre
Conn et al. (2001)	1065 ügylet 1984-2000	1-2-3 éves BAHR módosítva méret és előző teljesítmény alapján	6% 1 évre 0% 3 évre

Forrás: Conn et al. [2001] 46. old. és saját készítés

8. A SIKERT BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐK AZ EDDIGI KUTATÁSOK ALAPJÁN

8.1 Kulturális különbségek

Több felmérés igazolja, hogy a vállalatvezetők figyelembe veszik a nemzeti kultúrákat M&A tranzakciók kapcsán. Brit, svéd és dán vállalatok kifejezetten keresték az észak-európai és amerikai partnereket, míg igyekeztek elkerülni a szövetségeket a japán és dél-európai cégekkel (Heidrich [2002]; Cartwright et al [1995]). A lehetséges szinergiák tekintetében sokszor sikeresebbek a határokon átvelő vállalati együttműködések, M&A tranzakciók, mivel ezeknél eleve feltételezik a kulturális különbözőséget. Így nagyobb figyelmet kap, érzékenyebbek az egyesülési folyamatban résztvevők. Ez a kulturális nyitottság és tudatosság gyakrabban vezet valódi eredményekhez, mint az országhatáron belül megvalósuló tranzakciók keretében. A két hasonlóknak vélt hazai szervezeti kultúra összeolvadása általában sikertelenebb, mint a nagyobb odafigyeléssel lebonyolított nemzetközi tranzakciók (Heidrich [2002]). Jansen is feltételezte, hogy a CBM&A tranzakciók esetén a kultúra az, ami a siker, illetve a kudarc záloga (Jansen [2001]). A vállalati kultúrák különbözősége szerinte fontos szerepet játszik a CBM&A tranzakciók sikerességében, a kutatása ezzel szemben azt mutatta, hogy meglepő, de nem fedezhető fel ilyen típusú kapcsolat a vizsgált CBM&A tranzakciók esetében (Jansen [2001]).

Evenett szintén hangsúlyozza a M&A tranzakciókban résztvevő vállalatok közös kultúrkörnyezetének és jogi szabályozási hátterének kiemelt fontosságát az ügyletek sikeressége szempontjából (Evenett [2002], [2003]). A tranzakciók kudarcainak okaként gyakran jelölik meg az eltérő kultúrák illetve jogi szabályozások közti különbségeket. Ezek egyrészt a kommunikációban és a problémák eltérő kezelésében jelentenek gondot. Egyben többlet időt és költséget igényel a kiküszöbölésük az integrációs szakaszban, ami a szinergia értékének csökkenését eredményezi. Datta és Puia szerint a kultúra-potenciál teljes mértékben a tranzakciót követő implementációs szakaszban válik igazán fontossá,

amikor is a két gyakran eltérő kultúra kölcsönhatása kezdetét veszi (Datta, Puia [1995]). Heidrich *akkulturalizáció* néven említi ezt a folyamatot, amelyben két csoport közvetlen kapcsolatba kerül a konfliktusok és problémák megoldása során, melyek óhatatlanul jelentkeznek a kapcsolat eredményeként. A kapcsolat a kultúra változását idézi elő mindkét csoportban (Heidrich [2002]; Nahavandi, Malekzadeh [1993]). Kettős akkulturalizáció kifejezés alatt két különböző nemzeti vállalat M&A tranzakciója esetén beszélhetünk (Heidrich [2002]).

Az eredmény akár kulturális sokk is lehet, ami negatív hatásként csapódhat le a teljesítményen. A kulturális különbözőség ugyan akkulturalizációs stresszhez vezethet (Nahavandi, Malekzadeh [1993]), de sok előny származhat belőle, amennyiben a másik szervezet kultúráját pozitívan értékelik (Heidrich [2002]).

„Morosini tágabb keretrendszerbe helyezi az akkulturalizáció folyamatát és működési feltételeit. Szerinte nem egyszerűen vezetési feladatról van szó, hanem a nemzeti kultúra gyökerei legalább annyira fontos szerepet játszanak az egyesülés folyamatában. A társadalmi közeg, amelyben a vállalat működik, alapjaiban rányomja bélyegét az alkalmazott módszerekre. Így a nyilvánvalónak tűnő belső és külső tényezők mellett a szervezet szociális beágyazottságát is értelmezni kell, ahhoz, hogy teljesen megérthessük piaci magatartását, és azt, hogy a kulturális értékek milyen szerepet játszanak a folyamatban” (Heidrich [2002] p. 13). Minél összetartóbbak önmagukban a kultúrák, annál nehezebb azokat megváltoztatni. Az is bizonyos, hogy a M&A tranzakcióval járó változások nem egyformán érintik a két szervezetet. Jellemző, hogy eleinte a legfelsőbb szinteken próbálják bevezetni a változásokat, míg a tulajdonképpeni operatív szinten a napi gyakorlat változatlan marad. Így Vaara szerint kár az integrációs modell által hangsúlyozott közösen vallott elképzelésekre, hitekre alapozni az együttműködést, mert a működés szintjén ez nagyon sokára jelenik meg (Vaara [1999]). Sántti szerint a kultúra nem menedzselhető - befolyásolható és változtatható – egyszerűen a közös egyetértés alapján (Sántti [2001]). Nagyon sok mindkétoldali szereplő egyetértése szükséges a változások eléréséhez és hosszú távon is csak apró változások érzékelhetők, így nagyon fontos a kezdeti kiindulási távolság mértéke a két kultúra között.

8.2 Humán erőforrás

A sikertelen M&A tranzakciók közel 50 %-ában a kudarc okai az alkalmazottakkal kapcsolatos problémák. 16 olyan tényezőt azonosítottak a terület szakértői, amelyek a M&A tranzakciók kudarcainak indokaként szóba jöhetnek és ezek közül nem kevesebb, mint a fele közvetlenül a humán erőforrással kapcsolatos (Cartwright, Cooper [1996]). Ezek a következők:

- a két kultúra összeolvadásánál felmerülhető problémák alulbecslése,
- a tudástranszferrel kapcsolatos nehézségek alulbecslése,
- a felvásárolt vállalat alkalmazottainak demotiválása,
- a felvásárolt vállalat kulcsembereinek távozása,
- túl sok energiát felemészt a tranzakció tető alá hozása és nem marad erő a tranzakció utáni tervezésre és integrálásra,
- a zavaros kompetenciák és tranzakciót követő konfliktusok okozta döntéshozatal késleltetés,
- túl nagy figyelem szentelés az új szerzeményre, és a meglévő üzletek elhanyagolása,
- a felvásárolt vállalat megismerését célzó kutatás alacsony hatékonysága.

Jansen és Pohlman szerint a tranzakciókat követő magas munkaerő-fluktuációs ráta alapvető indoka a sikertelenségnek. A tranzakciót követően a topmenedzsmentnek átlagosan 70%-a 5 éven belül elhagyja a vállalatot és a versenytársaknál köt ki. (Jansen, Pohlmann, [2000]). Kleinert és Klodt kutatásai is azt bizonyítják, hogy egy sikeres tranzakciónak nem jellemzője a munkaerő állomány csökkentése (Kleinert, Klodt [2002]).

8.3 Relatív méret

A relatív nagyság is befolyásolhatja a tranzakciót követő hozamot. A M&A tranzakciók sikeressége Kleinert és Klodt kutatásai alapján legnagyobb mértékben a célvállalat – felvásárló vállalathoz viszonyított – relatív nagyságától függ. Szerintük minél nagyobb a célvállalat a felvásárló vállalathoz képest, annál kisebb

az esélye, hogy a tranzakció sikerrel koronázza a felvásárló vállalatot (Kleinert, Klodt [2002]). Ez azzal magyarázható, hogy egy kisebb egységet sokkal könnyebb integrálni egy már működő nagy egészbe. Ezzel szemben két különböző, aránylag azonos méretű vállalat esetében még a dominancia eldöntése, és a másik féllel történő elfogadtatása sem egyértelműen könnyű és gyors folyamat. Hasonlóan Conn és társai szerint CBM&A tranzakciók esetén nem szignifikánsan, de relatíve nagyobb célpontot követő tranzakcióknál rosszabb az ügyletet követő teljesítmény, mint a relatíve kisebb célpontok esetében (Conn et al [2001]). Ezzel szemben viszont Agrawal és Jaffe szerint a felvásárló vállalat negatív tranzakció utáni hozama nem a cél vállalat relatív nagyságának függvénye (Agrawal, Jaffe [2000]).

8.4 Kifizetett prémium

A célvállalatért fizetett prémium mértéke szintén hatással van a tranzakció utáni teljesítményre (King [2002]; Sirower [1997]; Hayward és Hambrick [1997]). A goodwill miatt fizetett átlagos prémiumok a vállalati felvásárlások esetében ismételten csak magasabb szintet értek el a 2000-es évben az előző időszakokhoz képest. A nemzetközi határon átvélő akvizíciók és fúziók egyik fő motivációja a kereskedelmi korlátok elkerülése. Ha a piaci hozzáférés értékes egy külföldi ajánlattevő számára, akkor az hajlandó prémiumot fizetni a célvállalat megszerzéséért. A Goldman Sachs 2001 felmérése szerint a tőzsdéken jegyzett vállalatok esetében kifizetett felvásárlási prémiumok elérhetik az 50 %-ot (Jansen [2001]). A túl nagy prémium viszont a teljes szinergia hozamot felemésztheti.

8.5 Előzetes tapasztalatok

Gyakorlott felvásárlók Baker és Limmach szerint szignifikánsan magasabb hozamot realizálnak, mint az egyszer felvásárlók (Baker, Limmach [2001]). Ezt a megállapítást támasztja alá Conn és társai megfigyelése, mely szerint a CBM&A tranzakciók esetén a gyakorlott felvásárlók jobb teljesítményt nyújtottak a tranzakciót követő időszakban, ez a különbség azonban nem szignifikáns (Conn et

al [2001]). A következtetés, mely szerint léteznie kell egy pozitív tanulási görbének a gyakori felvásárlóknál, mások szerint viszont a valóságban nem fedezhető fel. Haleblan és Finkelstein kutatása azt sugallják, hogy U alakú görbe kapcsolat van a tranzakciók száma és a sikeresség között (Haleblan, Finkelstein [1999]). Ez azt jelenti, hogy az első vásárlók sikeresebbek, mint a több tranzakciót lebonyolítók, majd egy bizonyos tranzakció szám felett a tranzakció utáni teljesítmény ismételten megnő.

8.6 A célvállalat országának gazdasági állapota

A célvállalat országának gazdasági növekedése Evenet kutatásainak eredményei szerint hatással van a CBM&A tranzakciók sikerességére. A GDP növekedés a célvállalat országában a kedvező gazdasági környezet meglétére utal, ami hozzájárul a vállalatok profitabilis működéséhez (Evenet [2002]). A megtermelt profit birtokosa pedig már az új tulajdonos, a felvásárló vállalat, így ez az ő eredményeit javítja.

8.7 A tranzakció lebonyolításának sebessége

A tranzakció lebonyolításának gyorsasága misztikus jelentőséggel bír az M&A esetében, holott Jansen kutatása alapján nincs szignifikáns kapcsolat a tranzakciókat követő integrációs szakasz hossza és a tranzakció eredményessége között (Jansen [2001]).

8.8 Iparági hatás

Az iparági irányultság, - ami leginkább a tranzakcióban résztvevő két vállalat működési területeinek viszonyát mutatja és egyben a tranzakció horizontális vertikális vagy konglomerátum jellegében nyilvánul meg, - Healy és társai szerint jelentős hatást gyakorol a tranzakciók eredményére (Healy et al. [1992]). Az azonos iparágakból származó vállalatok tranzakciói, - tehát a horizontális M&A -, szignifikánsan túlszárnyalják az egymást kevésbé átfedő iparágakból származó

vállalatok ügyleteinek eredményét, vagyis a vertikális és konglomerátum típusú M&A-at. Maquiera és társai a nem konglomerátum típusú tranzakcióban résztvevő felvásárló vállalatok részvényesei által realizált többletnyereséget mutattak ki, míg ezzel szemben a konglomerátum típusú tranzakciók felvásárló vállalatainak részvényesei veszteséget voltak kénytelenek elkönyvelni (Maguiera et al [1998]). Hasonló eredményre jutottak Megginson, Morgan és Nail is kutatásaik során (Megginson, Morgan, Nail [2000]).

Conn és társai horizontális és nem horizontális tranzakciók esetén vizsgálták az iparági irányultság hosszú távú teljesítményre gyakorolt hatását hazai (országon belüli), valamint CBM&A csoportosításban (Conn et al [2001]). A hazai tranzakciók esetében nem találtak szignifikáns különbséget a horizontális és nem horizontális tranzakciók hosszú távú teljesítményében. CBM&A tranzakciók esetén viszont szignifikánsan nagyobb hosszú távú teljesítményt találtak a horizontális tranzakciók esetében a nem horizontális tranzakciókkal szemben.

8.9 Földrajzi távolság

A vállalatok gyakrabban választanak célpontot közeli országokból, főleg ha szoros kulturális kötődés, (pl. a közös nyelv) létezik közöttük, mint UK-Írország, a skandináv államok, Belgium-Hollandia vagy Németország-Ausztria esetében (Ietto-Gillies et al [2000]).

8.10 Az ajánlattétel típusa

Ismételt ajánlattétel esetén angol célvállalatok tulajdonosai Franks és Harris [1989] szerint szignifikánsan többet nyerhettek. Ezzel szemben Limmack [1991] angol cégek esetén, míg De és társai [1996] USA cégek esetében azt találták, hogy az ismételt ajánlattétel relatíve gyenge hatást gyakorolt a célvállalat részvényeseinek abnormális hozamára (Danbolt [2001]).

Verseny ajánlattétel esetén Michel és Shaked [1986], Stulz és társai [1990], Kaplan és Weisbach [1992], De és társai [1996], hazai USA akvizíciókra, míg Song [1993] és Swenson [1993] határon átvélő akvizíciók esetében USA célvállalatok esetén azt találták, hogy a célvállalatok tulajdonosai jelentősen nagyobb hozamot realizáltak, mint ha csak egy ajánlatot kaptak volna. Dewenter [1995 a,b] a hozam többletet szintén igazolta, de nem szignifikáns mértékben. Sundarsanam és társai [1996] ezekkel szemben meglepetésszerűen pont az ellenkezőjét találták. U.K. piacon a célvállalatok részvényesei elhanyagolhatóan, de kevesebbet kerestek verseny ajánlattétel esetén, mint egyedi ajánlattétel során (Danbolt [2001]).

8.11 A fizetés módja

A fizetés módja szintén hatással van a tranzakció utáni hozamra, méghozzá a készpénzes ajánlat pozitív kapcsolatot mutat (Loughram, Vijh [1997]). Travlos [1987], Wansley et al. [1987], Franks et al. [1988], Servaes [1991] és Agrawal et al. [1992] mind negatív abnormális hozamot mutattak ki a felvásárló vállalatoknál részvényekkel finanszírozott akvizíciót követően (Danbolt [2001]). Conn és társai szerint viszont nem egyértelműen bizonyítható CBM&A tranzakciók esetében, hogy a készpénzes fizetés nagyobb tranzakció utáni hozamot eredményezne (Conn et al [2001]).

8.12 Egyéb tényezők

A jelenlegi kutatások eredményei alapján a külső és belső kommunikáció az összes érintett felé a tranzakciók sikerességének kulcskérdései közé tartozik (Jansen [2001]). Az információ eltérések elsősorban a CBM&A tranzakciókat teszik kockázatosabbá (Conn et al. [2001]).

A tranzakciók nemzetközi jellege szintén csak nehezíti a felvásárlásokat és összeolvadásokat (Heidrich [2002]). További teljesítménycsökkentő hatások a

CBM&A tranzakciónál a kulturális asszimiláció problémáján túl a hazai M&A tranzakciókhoz képest sokkal bonyolultabb vezetés-szervezés (Conn et al. [2001]).

CBM&A tranzakciónál pozitív abnormális hozam azon felvásárló vállalatoknál figyelhető meg ahol:

- a felvásárló és célvállalat között vertikális a kapcsolat (Markides, Ittner [1994]).
- a felvásárló vállalatnak volt a tranzakciót megelőzően nemzetközi gyakorlata (Markides, Ittner [1994]).
- a felvásárló vállalatnak már volt külföldi érdekeltsége, de nem a célvállalat országában (Doukas, Travlos [1988]).

Tévhit, hogy az CBM&A tranzakció nincs hatással a vásárlókra és az üzletfelekre. CBM&A tranzakciók esetében a forgalom csökkenése Jansen kutatásai szerint elérheti a 63 %-t (Jansen [2001]).

Andrade, Mitchell és Stafford kutatása azt is bizonyítja, hogy a M&A tevékenység nem csak időben és térben koncentrálódik, hanem iparáganként is (Andrade, Mitchell, Stafford [2001])

II. RÉSZ

ALKALMAZANDÓ MÓDSZEREK ÉS ELJÁRÁSOK

9. A KUTATÁS TERVEZETE

9.1 A kutatás jellege, mintaválasztás és az elemzés típusa

A kutatás alapvetően magyarázó jellegű, a cél magyarázatok keresése, a hipotézisek ellenőrzése. Mezosztintú statisztikai elemzésről lévén szó, így a vizsgálat a gazdasági szereplők egy meghatározott csoportjára vonatkozik. A mezosztint ad hoc módon került kialakításra, mint az ilyen típusú elemzések esetében általában, épp az adott problémára koncentráltan (Kerékgyártó et al. [2001]). A keresztmetszeti vizsgálat a 2000-es időpontra vonatkozik. Az adatgyűjtés mintavételes, a mintavételi eljárás a nem véletlen mintavételek közül a koncentrált minta módszer. Ennek során a sokaságból egy fontosnak tekintett mennyiségi ismérv szerinti adatokat vesznek be a mintába, amelyek a sokaság nagy részét az ismérv szerint koncentrálnak, azaz a sokaság legnagyobb súllyal rendelkező elemeit választják ki /pl. TOP 100 lista/ (Kerékgyártó et al. [2001]). Az adatok vizsgálatánál másodelemzésre került sor, azaz már meglévő különböző helyeken megtalálható adatbázisokban és információforrásokban szereplő adatok feldolgozására.

9.2 A minta

Az elemzésben a vizsgálat tárgyát képező alapsokaság az akvizíciók és fúziók halmazának /M&A/ határon átvéelő akvizíciók és fúziók /CBM&A/ részhalmaza. A minta elemei ezen szegmensben belül is a 2000 évben végrehajtott 1 milliárd US\$ értéket meghaladó 175 darab mega tranzakció. Mintaválasztásom indokai a következők. A 2000-es év volt az eddigi M&A hullámok csúcspontja (1. ábra), ezzel egy időben a CBM&A tranzakciók (2. ábra) és egyben az 1 milliárd US\$ értéket meghaladó mega tranzakciók (2. táblázat) tetőpontja is. Ezen tranzakciók tételes listája díjmentesen hozzáférhető az UNCTAD World Investment Report

2001 függelékének 244. oldalán (UNCTAD [2001]). További szempont volt a - mintában szereplő lehető legtöbb - tranzakciókhoz kapcsolódó adatokhoz való díjmentes hozzáférés lehetősége.

9.3 Módszertan

Megfogadva Hitt és társai ajánlását a stratégiai menedzsment jelenségek jövőbeli vizsgálatára vonatkozóan, mely szerint ezen jelenségek összetettek, ezért egy elmélettel nem magyarázhatók, így több elmélet integrációjára van szükség a problémák megoldásának keresésére (Hitt et al [1998]), kutatásomban a CBM&A tranzakciók sikerességének vizsgálatánál a már ismertetett hagyományos és szervezeti megközelítési módokat integráltam egy modellbe.

A különböző elméleti megközelítések integrálása egy modellen belül nem újdonság a stratégiai döntéseket vizsgáló kutatásokban. Ezt bizonyítja Hitt és Tyler kutatása, ahol éppen a témába vágóan akvizíciós döntések meghozatala kapcsán integrálták a normatív, külső kontroll és a stratégiai választás megközelítési módokat egy modellbe (Hitt; Tyler [1991]).

Kutatásomban a CBM&A tranzakciók sikerességének vizsgálatánál a piaci hozamokon alapuló elemzési módszert alkalmaztam. Ez a módszer a vállalat részvényesei által realizálható hozamok vizsgálatára épül. A módszeren belül kétféle eljárással határoztam meg a hozamot: a CAR illetve a BAHHR eljárásokkal. A CAR esetében a napi hozam a részvényárfolyamokban keletkezett %-os változás (plusz az esetleges fizetett osztalékok) értékét jelenti amit az adott napi nyitó és záró árfolyam alapján lehet meghatározni. Ezeket az adatokat összeadva kapjuk az időszakra vonatkozó kumulált hozamot. A BAHHR hozam esetében a vizsgált időszak eleji részvényárfolyam és az időszak végi részvényárfolyam alapján számoltam az időszakra vonatkozó hozamot.

Mindkét alkalmazás esetében csökkentettem a kapott hozamokat egy referencia-benchmark hozammal (tőke alternatíva költsége), amit a befektetők egy hasonló

kockázatu befektetéstől elvárhattak. Fama (Fama [1998]) valamint Lyon és társai (Lyon et al. [1999]) ajánlásait megfogadva a referenciahozamot a tranzakcióban szereplő vállalatok méretéhez és iparágához igazodva választottam. Mivel a CBM&A tranzakciókon belül mintámban a mega (1 milliárd US\$ és az ezt meghaladó értékű) tranzakciók találhatók, így egyértelműen egy olyan portfóliót kell alkalmaznom, amelyben a legnagyobb vállalatok szerepelnek, hiszen ilyen tranzakciók lebonyolítására csak ezek képesek.

A tranzakciók lebonyolítását követően pedig, mivel már a hazai környezetbeli működésen túl a külföldi működéssel is számolni kell, a választandó referencia portfólióban is meg kell jelennie a nemzetközi diverzifikációnak. Nem egyetlen iparágbeli tranzakciókról lévén szó, további figyelembe veendő tényező az iparági hatás, amit a referencia portfóliók iparágak szerinti bontásával lehet kezelni. A felsorolt feltételeknek a legjobban eleget tevő referencia portfólió a Dow Jones Sector Titans Indexes ⁽¹⁾ tőzsdei index család. A világ legnagyobb multinacionális vállalatai találhatók meg az egyes portfóliókban, amelyek iparágak szerint 18 csoportot alkotnak. Az egyes index portfóliókban az iparág 30 legnagyobb vállalata került be.

9.4 Az elemzés időhorizontja

Hosszú távú elemzésről lévén szó a választott eseményablak a (-3;+3) év. Ez azt jelenti, hogy a tranzakciót megelőző három év adatai valamint a tranzakció követő három év adatai szerepelnek az elemzésben. Mivel a minta elemei a 2000-es évben végrehajtott mega CBM&A tranzakciók, így a tranzakció előtti megközelítőleg három év egységesen az 1997.01.02. időponttól számítódik az egyes tranzakciók lezárásáig.

(1) a Dow Jones Sector Titans Indexes tőzsdei index család értékei, valamint összetételükre számításuk és korrigálásukra vonatkozó adatok és módszerek megtalálhatók a <http://www.djindexes.com> honlapcímen.

Ez az időpont mintaelemenként változó, de minden esetben egy 2000-es dátum. Általában a 2000-es év harmadik negyedévénél nem későbbi időpont. A tranzakciót követő időszak a tranzakció lezárását követő naptól - ez esetenként az előzőekben említett módon változó 2000-es dátum - 2003.09.30.-ig számítódik.

A CAR hozamszámítási eljárás alkalmazásánál csak azon napok adatait vettem figyelembe, amelyek esetében mind a felvásárló vállalat részvényeire, mind a referencia portfólióra vonatkozóan voltak árfolyamjegyzések. Ezzel próbáltam meg kiküszöbölni az eljárás hosszú távú elemzéseknél felmerülhető torzító hatásait, amik miatt az eljárás egyes szerzők szerint (Conn-Connell [1990]) kevésbé alkalmas az ilyen típusú elemzésekre. A referencia portfóliók összetételében bekövetkező változások miatti korrigálással nem kellett foglalkoznom, mivel ezt az index készítői automatikusan végzik⁽¹⁾. Néhány referencia portfólió esetében az árfolyam-számítás és jegyzés későbbi keltezésű, mint az általam vizsgált időperiódus kezdete (1997.01.02). Ezekben az esetekben a hiányzó időszakban referencia portfóliónak a Dow Jones Sector Titans Average számait alkalmaztam. Igaz, hogy ez az index nem iparági jellegű, hanem átlag, azonban tartalmazza a vizsgált vállalatok iparágainak képviselőit és nem hosszú időszakokról volt szó, így a helyettesítés megengedhető volt és a legjobb megoldását jelentette a hiányzó adatok kiküszöbölésének.

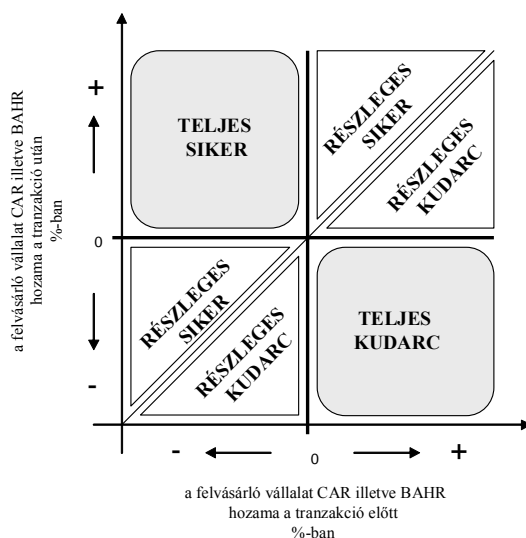
9.5 A siker értelmezése és a választott szemszög

Kutatásomban a sikert a felvásárló vállalat szempontjából értelmeztem és a következő képpen határoztam meg: egy tranzakciót akkor tekintettem teljes sikernek a felvásárló vállalat szemszögéből, ha a felvásárló vállalat részvényeinek tranzakció előtti CAR illetve BAHR hozama negatív a tranzakciót követően pedig pozitívvá válik. A tranzakció kudarcáról beszélhetünk, ha fordított a helyzet.

(1) a Dow Jones Sector Titans Indexes tőzsdei index család értékei, valamint összetételükre számításuk és korrigálásukra vonatkozó adatok és módszerek megtalálhatók a <http://www.djindexes.com> honlapcímen.

Részleges a siker, ha a felvásárló vállalat részvényeinek tranzakció utáni és előtti CAR illetve BAHR hozamainak értékei között javulás észlelhető, de előjelváltás nem történik /a negatív érték csökkent, a pozitív nőtt/. Részleges a kudarc, ha a felvásárló vállalat részvényeinek tranzakció utáni és előtti CAR illetve BAHR hozamainak értékei között romlás észlelhető, de előjelváltás nem történik /a negatív érték nőtt, a pozitív csökkent/. A tranzakció eredményének megítélési feltételeit grafikusán a 14. ábra szemlélteti.

14. ábra: A CBM&A tranzakciók besorolása a CAR illetve BAHR hozamszámítási eljárások alapján



Forrás: saját készítés

9.6 A modell építésénél használt módszerek

Ahogy már említettem, a mintában szereplő egyes mega CBM&A tranzakciók esetében több változóra vonatkozóan is végeztem megfigyeléseket. Ezen megfigyelt változók között előfordultak olyanok is, amelyek egymással sztochasztikus kapcsolatban álltak. Ebből fakadóan viszont lehetőségem nyílt faktoranalízis végzésére. Mivel kutatásomban a vizsgált változók száma meghaladta az ötvenet, így a faktoranalízis számomra olyan lehetőséget jelentett, amely során az eredeti változók számánál lényegesen kevesebb számú hipotetikus, mesterséges változót (faktort) tudtam képezni úgy, hogy a faktorkok jól reprezentálják az eredeti változókat és tartalmazzák a változórendszerben rejlő információmennyiség jelentős részét (Meszéna [2003]). Az elemzés következő

fázisában azt is vizsgáltam, hogy a mega CBM&A tranzakciók általam végzett csoportosítása a felvásárló vállalatok szempontjából sikeres és sikertelen tranzakciókra a CAR illetve BAHR hozamok alapján /lásd 14. ábra/ igazolható-e más típusú eljárással és egyéb változók felhasználásával. Az eredeti változók helyett esetleg a faktoranalízis eredményeképpen kapott faktorok értékével jellemezve az eseteket is elvégezhető a csoportosítás.

Az alkalmazott módszer a klaszterelemzés, ezen belül is a k - középpontú módszer. Ez a módszer a nem hierarchikus eljárások csoportjába tartozik. A módszer lényege, hogy mi adjuk meg a létrehozni kívánt klaszterek számát /pl. elemzésemnél 3 klaszter (teljes siker tranzakciók, teljes kudarc tranzakciók, összes többi)/. A mintából k pontot tekintünk a klaszterek középpontjainak. Minden pontot besorolunk abba a klaszterbe, amelyiknek a középpontjához a legközelebb esik, majd a besorolás után új középpontokat számítunk és átrendezzük a pontokat az új középponthoz való távolságuk alapján az előző lépésnek megfelelően (Meszéna [2003]). A klaszteranalízist követően a faktorok, vagy a faktorokkal szoros kapcsolatban álló változók közül diszkriminancia analízissel kiválaszthatjuk azokat a tényezőket, amelyek a leginkább elkülönítik a kialakult csoportokat. A diszkriminancia analízis tehát egy olyan módszer, amely egy tetszőleges a priori osztályozásról eldöntheti, hogy egy változóhalmaz elemei közül melyek azok, amelyek a mintaelemeknek az adott osztályozással definiált elkülönülését (elkülöníthetőségét) leginkább indokolják. (Meszéna [2003]).

A továbbiakban a tervezett modell megvalósításánál regressziós analízis segítségével egy többváltozós regressziós modellt hoztam létre. Ennek lényege, hogy a faktorelemzést a klaszteranalízist valamint a diszkriminancia analízist követően, a kiválasztott számos magyarázó változót összefüggésbe hozza egy adott eredményváltozóval (Ramanathan [2003]).

10. A FELHASZNÁLNI SZÁNDÉKOZOTT VÁLTOZÓK KÖRE

Mivel modellemben a már korábban ismertetett hagyományos és szervezeti megközelítés módokat integráltam, ezért a változók körének kiválasztásánál kiindulásként e kettős csoportosítást követtem.

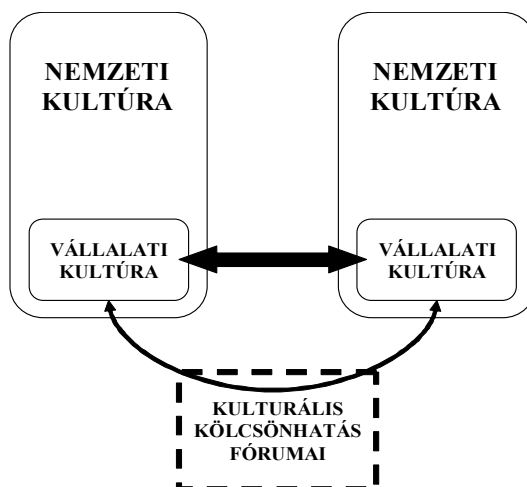
10. 1 A szervezeti megközelítési mód változói

A szervezeti megközelítési mód esetén olyan tényezők szerepelnek nagy súllyal, amelyek pénzben nem mérhetőek és esetenként számszerűsítésük is gondot okoz, mint például a kultúra kérdése. A modellben szerepeltetni szándékozott változók köre ezen megközelítési mód képviselése céljából ezért a következőkre terjed ki.

- A tranzakciók kudarcainak okaként megjelölt *eltérő kultúrák illetve jogi szabályozások* közti különbségek érv alátámasztására vagy cáfolására egyrészt a kultúrák közti különbségek összehasonlításával és ezen különbségeknek a tranzakciókra vetített hatásával adtam választ. Clerc szerint a nemzeti kultúra az, ami alapvetően meghatározza az egyén viselkedését egy szervezeten belül (Clerc [1999]). Mivel a vállalati kultúrák nagyon nehezen mérhetőek és Sántti (Sántti [2001]) szerint is alapvetően a nemzeti kultúrákba beágyazódva értelmezhetőek, mint azt a következő 15. ábra is mutatja, ezért az egyes országok eltérő kultúráinak összehasonlítására Hofstede indexeit (PDI /*Power Distance Index*/ – hatalmi távolság index, II /*Individualism Index*/ – egyén versus csoport index, MI /*Masculinity Index*/ – férfi dominancia index, UAI /*Uncertainty Avoidance Index*/ – bizonytalanság kerülése index) használtam fel ⁽¹⁾.
- A két ország közötti *földrajzi távolság* hatását a tranzakciók kimenetelére a DISTANCE /*Distance*/ index segítségével vettem figyelembe.

(1) Hofstede indexeinek értékei az egyes országokra vonatkozóan megtalálhatók a <http://www.cyborlink.com/besite/hofstede.htm> honlapcímen.

15. ábra: A kulturális kölcsönhatás fórumai



Forrás: Sántti [2001] 261. old.

- A *kulturális különbség* hatásait tompító tényező lehet a célvállalat országában élő a felvásárló vállalat országból származó kisebbség, amely hidat képezhet a két kultúra között, mivel mind a két kultúrát viszonylag jól ismeri. Ezt a hatást a kisebbség arány index *MINSHARE /Minority share index/* modellbe történő bevonásával próbáltam igazolni.
- A felvásárló és a célvállalat közötti kommunikációt és információáramlást befolyásoló legfontosabb tényezők az egyes *országok nyelvei*. A köztük lévő kapcsolatot az *LANGCOR /Language Correlation Index/* mutatóval vettem figyelembe a modell készítésénél.
- A *jogi szabályozási háttér* hatását - kifejezetten a külföldi tőkebefektetésekre vonatkozóan – közvetett módon tudtam csak figyelembe venni, mégpedig a transznacionalitás mérésén keresztül. Egy ország transznacionalitási indexe *TNI /TransNationality Index/* azt mutatja, hogy mennyire közkedvelt a külföldi közvetlen tőkebefektetések és a transznacionális vállalatok szempontjából (UNCTAD [2002]). Közvetve ez azt jelenti, hogy az adott ország jogi szabályozása és vonatkozó törvényei kifejezetten kedvező kereteket biztosítanak az említett tevékenységeknek.

-
- Az egyes országok *politikai-gazdasági központi irányításának* jellemzésére hat aggregált mutatót alkalmaztam, amelyek hat különböző dimenzió mentén próbálták meg mérhetővé tenni, számszerűsíteni és így összehasonlításra alkalmassá tenni a tranzakciókban résztvevő országokban uralkodó viszonyokat. Ezek a mutatók a következők.
 - A VAI */Voice and Accountability Index/* mutató a demokrácia mértékét, az állampolgárok kormányválasztási folyamatba való közreműködési képességük mértékét, illetve a média, mint a hatalom legjelentősebb monitoring lehetőségének függetlenségi fokát számszerűsíti.
 - A PAI */Political Stability and Absence of Violence Index/* mutató a hatalmon lévő kormány alkotmányellenes cselekmények, erőszak, terrorizmus útján történő destabilizálódásának valószínűségét méri.
 - A GEI */Government Effectiveness Index/* mutató a közszolgáltatás ellátás, az állami bürokrácia minőségét méri valamint a civil szolgáltatások függetlenségét a politikai nyomásoktól.
 - Az RQI */Regulatory Quality Index/* mutató a piacellenes politika, mint pl. az árszabályozások, túlzott bank felügyelet, a külkereskedelem és a gazdasági fejlődés útjába akadályokat gördítő túlszabályozások mértékét méri.
 - Az RLI */Rule of Law Index/* mutató a törvényhozás hatékonyságát, a szerződések hatályosságának mértékét, a tulajdon jogokat védő fair előrelátható szabályok lehatárolta gazdasági és szociális környezet mértékét méri.
 - A CCI */Control of Corruption Index/* mutató a korrupció, mint az állami hatalom nyújtotta személyes nyereségszerzési lehetőség érzékelhetőségét méri.
 - A *humán erőforrás*, különösképpen annak képzettsége, mint azt Cartwright és Cooper állítja a CBM&A tranzakciók egyik nagyon fontos kulcstényezője (Cartwright, Cooper [1996]). Az egyes országok közkiadásainak az oktatásra fordított mértékével PEE */Public expenditure on education/* mutató
-

segítségével próbáltam meg figyelembe venni ezen tényező hatását a tranzakciók kimenetére.

- *Az információs és kommunikáció technológiai kiadások ICE /Information and communication technology expenditures/ index segítségével az információt továbbító infrastruktúra állapotának a tranzakciók kimenetelére gyakorolt hatásait igyekeztem felmérni.*

10.2 A hagyományos megközelítési mód változói

A hagyományos megközelítési mód esetében a hangsúly, mint azt korábban ismertettem, a pénzügyi folyamatokra és az ezeket befolyásoló tényezőkre helyeződik, így az alkalmazott változók a mérlegből, eredménykimutatásból és a pénzáramlás jelentésből származó pénzügyi mutatószámokat ölelték fel.

A pénzügyi mutatószámok széles skálája áll az elemzők rendelkezésére, azonban ezek közül Virág szerint néhány viszonyszám is képes visszaadni azt az információ mennyiséget, ami esetenként szükséges (Virág [1996]). Kutatásomban ezért csak az egyes mutatószám csoportok néhány ismertebb viszonyszámát alkalmaztam, amelyek a tranzakciókban résztvevő felvásárló vállalatokra vonatkozóan a NASDAQ adatbázisában szerepelnek ⁽¹⁾.

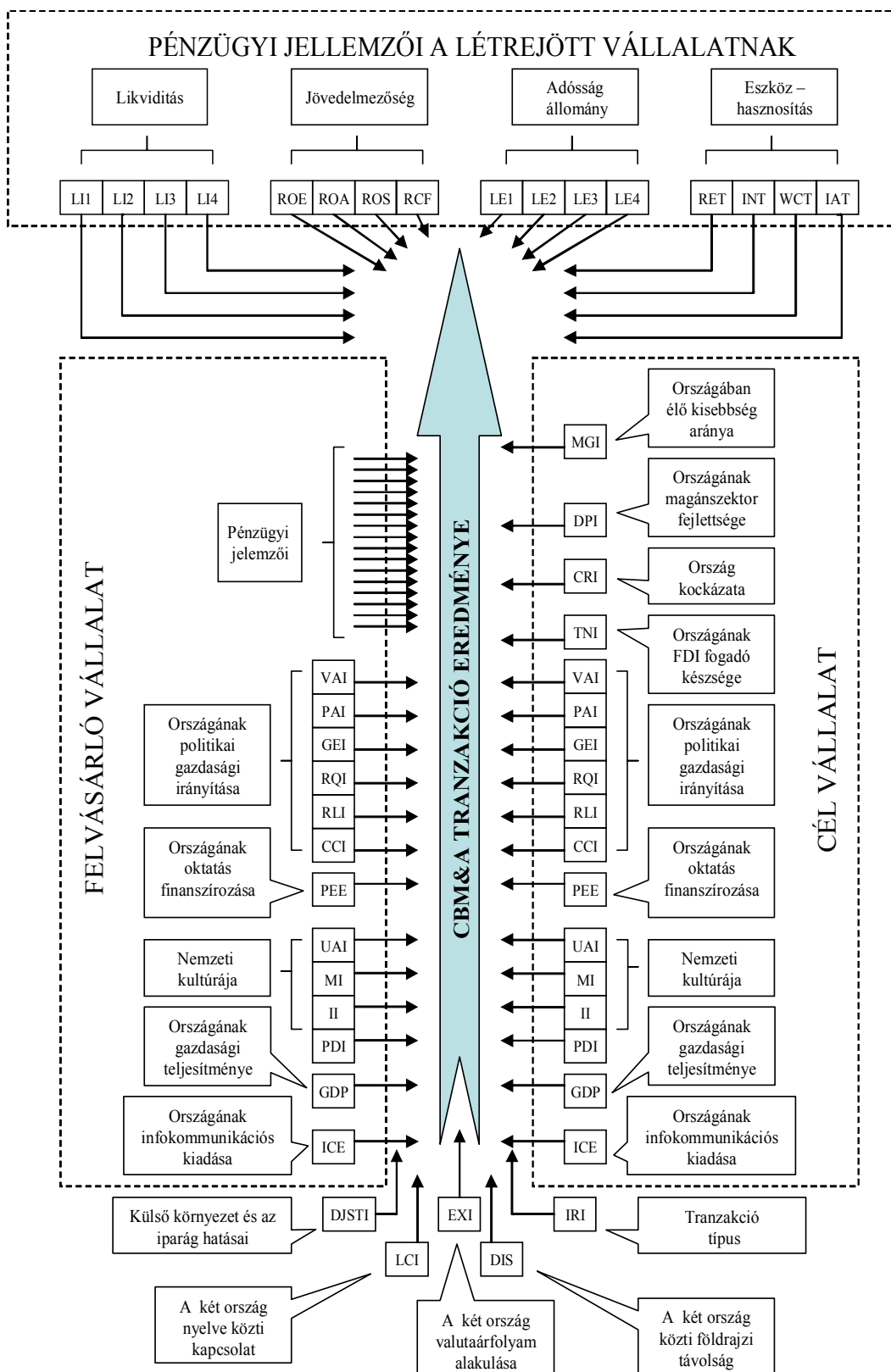
- *A likviditást mérő mutatószám csoportból a likviditási gyorsráta mutatót LI1 /Quick Ratio/, likviditási rátát LI2 /Current Ratio/, vevők aránya a forgóeszközökön belül LI3 /Receivables/Current Assets/, valamint a készletek aránya a forgóeszközökön belül LI4 /Inventories/Current Assets/ mutatókat.*

(1) a NASDAQ adatbázisában szereplő vállalatokra vonatkozó pénzügyi mutatószámok megtalálhatók a <http://quotes.nasdaq.com> honlapcímen.

-
- A *jövedelmezőséget mérő mutatószám csoportból* a sajáttőke-arányos nyereséget ROE /Return on Equity/, eszközarányos nyereséget ROA /Return on Assets/, árbevétel-arányos adózott eredményt ROS /Return on Sales/ árbevétel-arányos pénzáram RCF /Cash Flow/Net Sales/ mutatókat.
 - Az *adósságot mérő mutatószám csoportból* az eladósodottság arányát LE1 /Total Liabilities/Total Assets/, az idegen tőke arányát LE2 /Total Liabilities/Common Equity/, rövid távú eladósodottságot LE3 /Current Debt/Common Equity/, valamint a hosszú távú eladósodottság LE4 /Long-TermDebt/Common Equity/ mutatókat.
 - A *forgási sebességet mérő mutatószám csoportból* a vevők forgási sebessége RET /Receivable Turnover/, a készletek forgási sebessége INT /Inventory Turnover/, a befektetett eszközök forgási sebessége IAT /Net Sales/Net Property, Plant & Equipment/, valamint a forgótőke forgási sebessége WCT /Working Capital Turnover/ mutatókat.
 - Minden befektetés esetében a legfontosabb mérlegelendő tényező a kockázat. CBM&A tranzakciók esetén ez hatványozottabban érvényes, hiszen az általános kockázatokon túlmenően itt még az eltérő ország jelentette többlet kockázatokat is figyelembe kell venni. A különböző kockázatok együttes figyelembevételére kitűnő lehetőséget biztosít az *országkockázat index* CRI /Country Risk Index/ (UNCTAD [2002]). Ez egy aggregált mutató, amely az adott ország politikai, gazdasági és szociális stabilitását együttesen kezeli.
 - A *gazdasági növekedést* a GDP mutató segítségével vettem figyelembe. Ez a célvállalat országában a kedvező gazdasági környezet meglétére utal, ami hozzájárul a vállalatok profitábilis működéséhez és a tranzakció sikerességéhez.

-
- A *magánszektor fejlettségének* számszerűsítésére a tranzakcióban résztvevő vállalatok országaiban a magánszektor hazai hitelállományának a GDP-hez mért arányát használtam fel a DPI */Domestic credit to Private sector Index/* index segítségével. (WorldBank [2002]).
 - A felvásárló és a célvállalat *iparágai közötti kapcsolat* típusára vonatkozóan az iparági kapcsolat szorosságát kifejező IRI */Industrial Relation Index/* mutatószámot alkalmaztam.
 - A tranzakciókban résztvevő felvásárló- és cél-vállalatok országainak *nemzeti valutaárfolyam* alakulásaiban bekövetkezett változást az EXI */Exchange Rate Index/* index révén vettem figyelembe.

16. ábra: A vizsgálni kívánt tényezők és az azokat képviselő változók



Forrás: saját készítés

10.3 A kiindulási modellek

A modellkészítés során kiindulási alapként többváltozós lineáris regressziós modellt alkalmaztam. Ennek oka a következő. A vizsgált témában készült előző kutatások (Black et al [2001], Conn et al [2001]) szintén ezt a modell típust alkalmazták. Így az elvégzett kutatás eredményeinek az előző kutatások eredményeivel való összevethetőségének ez az alapfeltétele. A becslendő modell jóságától függően azonban lehetőségem nyílt a modellben az eredményváltozó és a magyarázó változók közötti függvénytípus módosítására is. A kezdeti modell általános alakja a következő volt:

14. táblázat: A becsülni kívánt regressziós modell általános alakja

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_{t2} + \dots + \beta_k X_{tk} + u_t$$

Ahol : Y_t - eredményváltozó
 $X_{t2} \dots X_{tk}$ - magyarázó változók
 $\beta_1 \dots \beta_k$ - regressziós együttható
 u_t - nem megfigyelhető eltérésváltozó

Forrás: Ramanathan [2003] 340. old.

A tervezett modell a következőkben lépte túl az előző modellek korlátait. A szakirodalomban fellelhető M&A tranzakciók vizsgálatához kapcsolódó két egymástól eltérő irányzat a *hagyományos megközelítési mód* és a *szervezeti megközelítési mód* integrálására került sor egy modellen belül. Az eddigi két referenciamodell csak a hagyományos megközelítési módra épült. A vizsgált magyarázó változók száma nagyságrenddel meghaladta az említett modellek magyarázó változóinak számát. A kezdeti 124 magyarázó változóból adatredukciós eljárásokkal a kiindulási modellben 55 magyarázó változót szerepeltettem, melyek közül a további modellépítő eljárások segítségével ismételt hatékony csökkentést végeztem az optimális mérték eléréséig.

A vonatkozó szakirodalom két elméleti megközelítés mód változóira épülő modellek kiindulási formái a következő képen írhatók fel.

15. táblázat: A szervezeti megközelítési mód változóira épülő kiindulási modell

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 \text{TNI}_t + \beta_3 \text{PDIDIF}_t + \beta_4 \text{IIDIF}_t + \beta_5 \text{UAIDIF}_t + \beta_6 \text{MIDIF}_t + \beta_7 \text{VAIDIF}_t + \beta_8 \text{PAIDIF}_t + \beta_9 \text{GEIDIF}_t + \beta_{10} \text{RQIDIF}_t + \beta_{11} \text{RLIDIF}_t + \beta_{12} \text{CCIDIF}_t + \beta_{13} \text{LCI}_t + \beta_{14} \text{MGI}_t + \beta_{15} \text{TCDPI}_t + \beta_{16} \text{ICEDIF}_t + \beta_{17} \text{PEEDIF}_t + u_t$$

Forrás: saját készítés.

16. táblázat: A hagyományos megközelítési mód változóira épülő kiindulási modell

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 \text{DEALVAL}_t + \beta_3 \text{INDREAL}_t + \beta_4 \text{CRI}_t + \beta_5 \text{GDPBTDIF}_t + \beta_6 \text{GDPATDIF}_t + \beta_7 \text{EXRDIF}_t + \beta_8 \text{DISTANC}_t + \beta_9 \text{LI1BT}_t + \beta_{10} \text{LI1AT}_t + \beta_{11} \text{LI2BT}_t + \beta_{12} \text{LI2AT}_t + \beta_{13} \text{LI3BT}_t + \beta_{14} \text{LI3AT}_t + \beta_{15} \text{LI4BT}_t + \beta_{16} \text{LI4AT}_t + \beta_{17} \text{ROEBT}_t + \beta_{18} \text{ROEAT}_t + \beta_{19} \text{ROABT}_t + \beta_{20} \text{ROAAT}_t + \beta_{21} \text{ROSBT}_t + \beta_{22} \text{ROSAT}_t + \beta_{23} \text{RCFBT}_t + \beta_{24} \text{RCFAT}_t + \beta_{25} \text{LE1BT}_t + \beta_{26} \text{LE1AT}_t + \beta_{27} \text{LE2BT}_t + \beta_{28} \text{LE2AT}_t + \beta_{29} \text{LE3BT}_t + \beta_{30} \text{LE3AT}_t + \beta_{31} \text{LE4BT}_t + \beta_{32} \text{LE4AT}_t + \beta_{33} \text{RETBT}_t + \beta_{34} \text{RETAT}_t + \beta_{35} \text{INTBT}_t + \beta_{36} \text{INTAT}_t + \beta_{37} \text{IATBT}_t + \beta_{38} \text{IATAT}_t + \beta_{39} \text{WCTBT}_t + \beta_{40} \text{WCTAT}_t + u_t$$

Forrás: saját készítés.

11. HIPOTÉZISEK

A szakirodalom feldolgozása alapján kutatásomban a következő hipotéziseket ellenőriztem.

H1: A mega CBM&A tranzakciók végeredményére egyaránt következtetni lehet a hagyományos megközelítési mód és a szervezeti megközelítési mód által vizsgált változókból.

H2: Lehetséges egy olyan kombinált modell kialakítása, amely egyaránt épít a M&A tranzakciókat vizsgáló hagyományos és szervezeti megközelítési módok által preferált magyarázó változókra.

H3: A hagyományos megközelítési módot és a szervezeti megközelítési módot integráló kombinált modell segítségével pontosabb eredmény érhető el, mint pusztán csak az egy elméleti irányzatra épülő modellek segítségével.

H4: A megszerkeszthető kombinált modell elfogadható hibakorlátok közti eredményekkel előrejelzési célokra is alkalmazható.

A hipotézisekről dönteni az elemzés eredményei alapján döntöttem. Amennyiben az eredmények alátámasztottak egy hipotézist akkor azt elfogadtam, ha megcáfolták akkor pedig elvetettem.

III. RÉSZ

AZ EMPIRIKUS VIZSGÁLAT LEBONYOLÍTÁSA

12. ADATGYŰJTÉS ÉS FELDOLGOZÁS

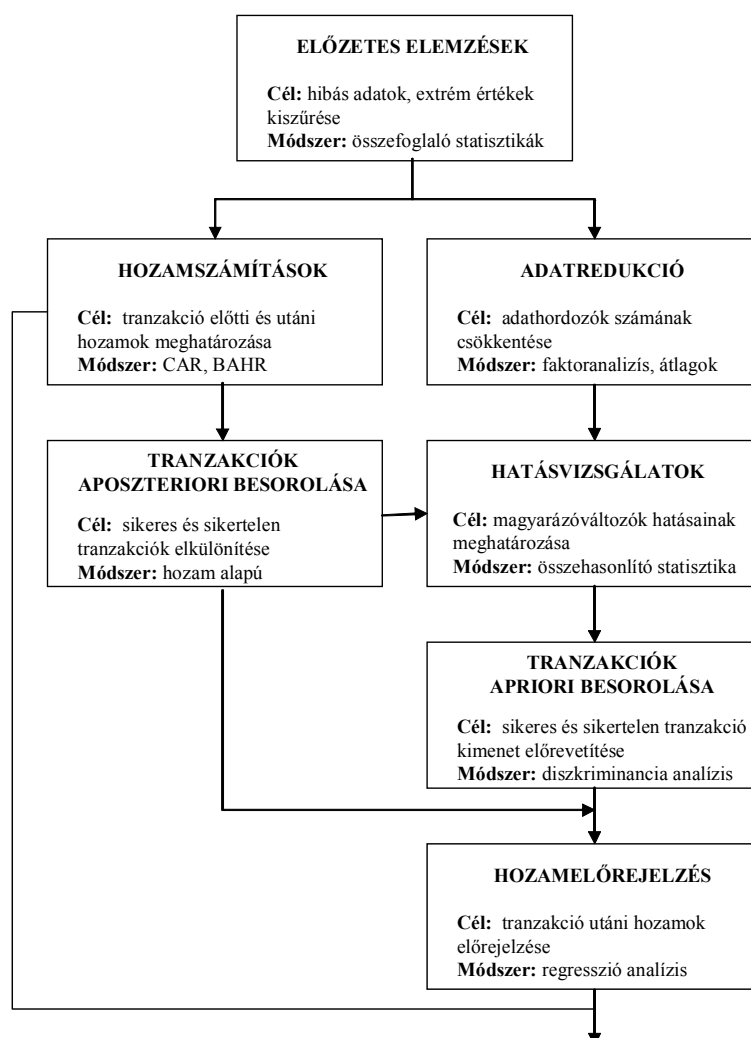
Az adatgyűjtés során a szakirodalom feldolgozása alapján meghatározott magyarázó változók értékeit az általam vizsgált CBM&A tranzakciókra és a bennük résztvevő vállalatokra vonatkozóan olyan intézmények és nemzetközi szervezetek, mint például a NASDAQ illetve IMF, World Bank, OECD, UNCTAD éves jelentéseinek elektronikus változataiból, valamint on-line adatbázisaiból gyűjtöttem ki, amelyek a vállalatokra és az egyes országokra vonatkozóan éves bontásban tartalmazták a felhasználni kívánt adatokat. A kutatásban az Internet explorer kereső programot is igénybe vettem, ami a tranzakciókban résztvevő vállalatokra vonatkozó adatok feltérképezésénél jelentett pótolhatatlan segítséget.

Az adatfeldolgozás során a begyűjtött adatokat számítógépbe tápláltam, majd a használni kívánt programok által feldolgozható formába rendeztem. Az alapadatbázis táblát MS Excel táblázatkezelő program segítségével hoztam létre. Ezt a program file típust általában a legtöbb statisztikai és adatkezelő program felismeri. Az adatgyűjtés és feldolgozás eredménye képen egy 175x142-es alapadatbázist hoztam létre, ami 175 CBM&A tranzakciót tartalmaz ügyletenként 142 adattal. A 175 tranzakcióból mintegy 100 esetben sikerült meghatározni a felvásárló vállalat tranzakció előtti és utáni hozamát. A hiányzó esetekben vagy nem volt elérhető részvényárfolyam, vagy nem tőzsdén jegyzett cégről volt szó, esetleg időközben csődbement vagy felvásárlás áldozata lett a vizsgált vállalat.

13. MODELLBECSLÉS

A modell kialakítás és becslés egy összetettebb folyamat volt. Mivel több önmagában is értelmezhető részből álló rendszert állítottam össze, ahol az egyes részeredmények a következő lépésekben már bemeneti adatok és esetenként egy későbbi fázisban viszonyítási adatként is felhasználásra kerülnek. A folyamat átláthatóságának érdekében a fontosabb részeket, főbb lépéseket és az egyes részek kapcsolódásait a következő 17. ábra szemlélteti.

17. ábra: A kialakított modell felépítése



Forrás: saját készítés.

13.1 Előzetes elemzések

Előzetes elemzések elvégzése két okból is hasznos volt. Egyrészt ennek során lehetőségem nyílt a hibás adatok, valamint az extrém értékek kiszűrésére az összefoglaló statisztikák révén (minimum, maximum, átlag, szórás, szóródási együttható). Másrészt a korrelációs együtthatók meghatározásával néhány esetben a magyarázó változók közötti multikollinearitásból származó problémákra illetve az eredményváltozó és az egyes magyarázó változók közötti kapcsolat szorosságára volt módom fényt deríteni.

13.2 Hozamszámítások

A hozamszámítást a már korábban bemutatott CAR és BAHR eljárásokkal, az ismertetett módon végeztem el a CBM&A tranzakciót követő 3 éves időszakra. A számítás eredményeit a következő 17. táblázat foglalja össze.

17. A BAHR és CAR hozamszámítás eredményei

Módszer	Leíró statisztika				
	Érvényes N	Min.	Max.	Átlag	Std. Eltérés
BAHR	94	-69,98	154,23	-5,5878	36,8931
CAR	94	-93,89	229,60	19,4468	58,6362

Forrás: saját készítés az SPSS eredményei alapján

A 17. táblázatból látható, hogy a kétféle eljárással számított eredmény jelentős eltérést mutatott. Ennek oka az eljárások eltérő érzékenységében keresendő. Mindkét esetben jelentős volt az átlag körüli szórás és ennek következtében akár a negatív és pozitív tartományba is kerülhettek volna a számított adatok. Ez a tranzakció besorolásnál csoportváltást jelenthetett, ami az eredmény egyértelműségét kérdőjelezte meg. Feltételezve, hogy a kapott értékek csak a minta választás következményei, így célszerűnek tartottam egy egymintás t próba végrehajtását, ahol a tesztértéknek a 0 választottam.

18. táblázat: A BAHR és CAR hozamokra végrehajtott egymintás t próba eredményei

Módszer	Teszt érték = 0					
	T	df	Sig. (2-tailed)	átlag különbség	95% konfidencia intervallum	
					alsó érték	felső érték
BAHR	-1,468	93	,145	-5,5878	-13,1442	1,9687
CAR	3,215	93	,002	19,4468	7,4369	31,4567

Forrás: saját készítés az SPSS eredményei alapján

Egymintás t próbát végrehajtva a számított értékekre a 18. táblázatból megállapíthatjuk, hogy a BAHR módszer esetében kapott 3 éves hozam valóban nem különbözik 0-tól. Ez az eredmény, mint azt a következő 20. táblázat is szemlélteti konzisztens Conn et al. (2001) kutatásának eredményével. A CAR módszer esetében az átlag 0-val való egyenlősége nem igazolódott be. Ebben az esetben valóban pozitív lehet a CAR még a relatíve nagy szórás ellenére is.

19. táblázat: A kutatás eredményeinek összehasonlítása az eddigi CBM&A tranzakciót követő hosszú távú jövedelmezőséget vizsgáló tanulmányok eredményeivel

Szerző	Minta méret és időszak	Módszer	Hosszú távú BAHR vagy CAR hozam
Black et al. (2001)	361 ügylet 1985-95	3-5 éves BAHR módosítva méret, MTBV és előző teljesítmény alapján	-13% 1 évre -43% 5 évre
Conn et al. (2001)	1065 ügylet 1984-2000	1-2-3 éves BAHR módosítva méret és előző teljesítmény alapján	6% 1 évre 0% 3 évre
Balogh (2005)	175 ügylet 2000	3 éves BAHR és CAR módosítva méret és előző teljesítmény alapján	BAHR 0% 3 évre CAR 19,4% 3 évre

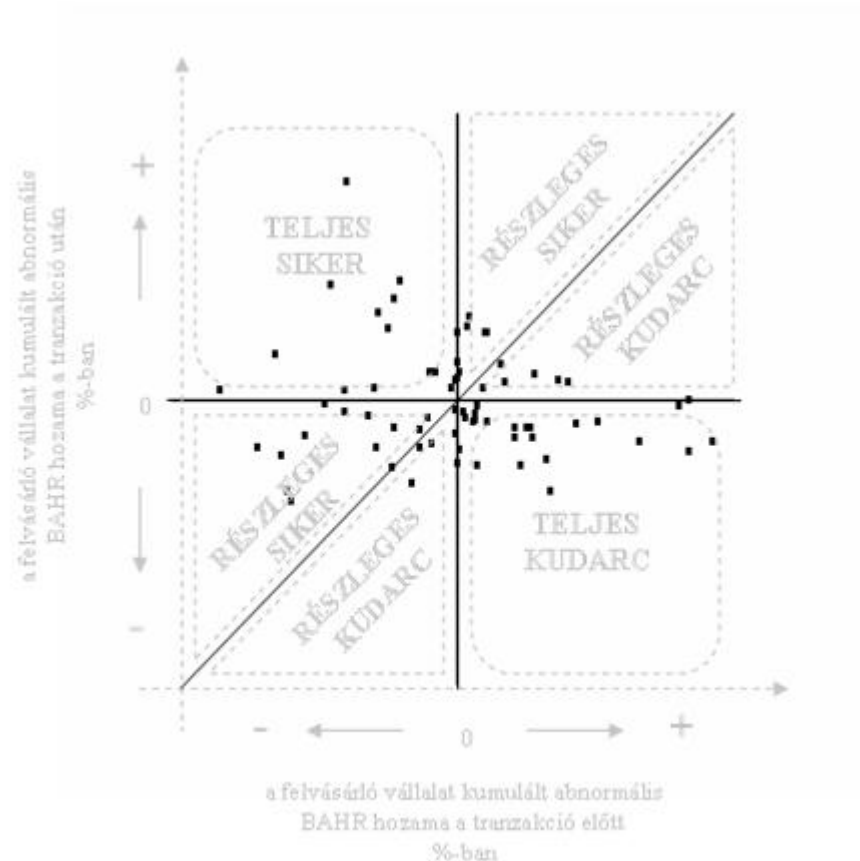
Forrás: Conn et al. [2001] 46. old. és saját készítés (a szürke háttérű sor mutatja a saját vizsgálatot)

13.3 Tranzakciók aposzteriori besorolása

A mintában szereplő CBM&A tranzakciók aposzteriori – utólagos besorolásához a BAHR módszerrel számított hozamokat használtam fel. Az egyes tranzakciók besorolása teljes siker, részleges siker, részleges kudarc, teljes kudarc csoportok

valamelyikébe a 9.5 alfejezetben már korábban ismertetett módon történt. A besorolás eredményét grafikusán a következő 18. ábra szemlélteti.

18. ábra: A mintában szereplő CBM&A tranzakciók végeredmény szerinti besorolása



Forrás: saját készítés az SPSS eredményei alapján

A 18. ábrán jól látható, hogy a besorolt tranzakciók száma a centumhoz közeledve növekszik és csak néhány tranzakció esetében figyelhető meg nagyobb távolság az origótól. Az ábra valójában egy grafikus „normalitás tesztként” is felfogható. Alakjából arra lehet következtetni, hogy a minta többé-kevésbé normális eloszlást követ, ami a későbbi többváltozós matematikai-statisztikai módszereken alapuló modellek alkalmazhatóságának egyik alapkövetelménye.

20. táblázat: A mintában szereplő CBM&A tranzakciók besorolása a végeredmény szerint

Eredmény csoport	Érvényes N	%-ban	Átlagos BAHR %-ban	
			tranzakció előtt	tranzakció után
Teljes siker	15	16	-79,8	42,62
Részleges siker	20	21	-46,3	-0,45
Részleges kudarc	17	18	86,1	-4,08
Teljes kudarc	42	45	189,0	-25,86
Összes	94	100	77,47	-5,58

Forrás: saját készítés az SPSS eredményei alapján

Számtanilag értelmezve az eredményeket a 20. táblázatból megállapíthatjuk, hogy szigorúan vett sikerről csak a tranzakciók 16%-nak esetén beszélhetünk. Ez az eredmény igen közel esik a bevezetőben említett 20% siker - 80% kudarc általános arányhoz és szinte egybevág a korábban 12. ábrán szemléltetett KPMG [1998] CBM&A tranzakciók sikerességét vizsgáló felmérés 17% siker és 83% kudarc arányával (KPMG [1998]).

Amennyiben a sikert úgy értelmezem, hogy csak a CBM&A tranzakció utáni pozitív BAHR meglétét követelem meg figyelmen kívül hagyva a tranzakció előtti hozamot, akkor az arány a valamivel kedvezőbb 36% siker és 64% kudarc szinten áll be, amely még mindig csak egy gyenge közelítése a Kleinert és Klodt [2002] által egy tranzakció sikerességére vonatkozóan megfogalmazott pénzérme feldobás valószínűségi arányának (Kleinert - Klodt [2002]).

Az átlagos tranzakciót, pedig a részleges kudarc és a teljes kudarc határán lévő kategóriába kellene besorolni, amennyiben ilyen kategória létezne. A 21. táblázat az egyes csoportokba besorolt tranzakciók átlagára elvégzett egymintás t próba eredményeit tartalmazza,

21. táblázat: A mintában szereplő CBM&A tranzakciók besorolásának végeredményén végrehajtott egymintás t próba eredményei

Eredmény csoport		Teszt érték = 0					
	BAHR	t	Df	Sig. (2-tailed)	átlag különbség	95% konfidencia intervallum	
						alsó érték	felső érték
Teljes siker	tranzakció előtti	-3,300	14	,005	-79,8213	-131,6987	-27,9439
	tranzakció utáni	3,934	14	,001	42,6167	19,3803	65,8530
Részleges siker	tranzakció előtti	-3,787	19	,001	-46,2830	-71,8647	-20,7013
	tranzakció utáni	-,052	19	,959	-,4510	-18,6334	17,7314
Részleges kudarc	tranzakció előtti	2,350	16	,032	86,1262	8,4309	163,8215
	tranzakció utáni	-,682	16	,505	-4,0824	-16,7790	8,6143
Teljes kudarc	tranzakció előtti	6,463	41	,000	189,0785	129,9948	248,1621
	tranzakció utáni	-10,316	41	,000	-25,8590	-30,9213	-20,7968
Minta átlag	tranzakció előtti	4,036	93	,000	77,4730	39,3570	115,5890
	tranzakció utáni	-1,468	93	,145	-5,5878	-13,1442	1,9687

Forrás: saját készítés az SPSS eredményei alapján

A t próba eredményeiből látható, hogy a teljes siker és teljes kudarc csoportok kivételével a részleges siker és részleges kudarc csoportok képzése összetettebb feladat volt. Egy tranzakcióról megállapítani, hogy részleges siker vagy éppen részleges kudarc volt-e nehezebb feladat, mint egy teljes siker vagy teljes kudarc jegyeit felismerni.

A szakirodalom áttekintése alapján, modellépítés révén kerültek kialakításra a további modell részek, amelyek közül a becslési, ellenőrzési, átalakítási és finomítási fázisok többszöri ismétlését követően a modellszelekciós kritériumok alapján nyílt lehetőségem a legmegfelelőbb modellek kiválasztására.

13.4 Adatredukció

A hagyományos megközelítési mód 21 alapváltozójából 8 változó kivételével minden változó esetében 4 vagy 6 év adatát használtam fel /2-2 ill. 3-3 adat a tranzakció előtti, illetve utáni évből/. Ez tranzakciónként 84 adatot jelent. A szervezeti megközelítési mód 15 alapváltozójából 9 változó kivételével 2 év adatait használtam fel a tranzakció utáni évből. Ez tranzakciónként 39 adatot jelent. Mind a hagyományos, mind a szervezeti megközelítési módok esetében egyes változók a felvásárló és a cél vállalatra, illetve azok országaira is felhasználásra kerültek. Több változó már eleve adattömörítés révén lett létrehozva. /Pl. pénzügyi mutatószámok – indexszámítás, transznacionalitási index – faktoranalízis/. Ennek ellenére a nagy mennyiségű adatra való tekintettel az egyszerűbb kezelhetőség végett célszerű volt tovább csökkenteni az adatok számát olyan módon, hogy a mögöttes információtartalom a lehető legkisebb mértékben szenvedjen csorbát. Ezt egyszerű matematikai-statisztikai, valamint többváltozós adatelemzési módszerekkel oldottam meg.

Jelentős adatredukcióra került sor a kultúra és a politikai-gazdasági irányítás dimenziók mentén. Mindkét esetben a faktoranalízis révén sikerült az alapváltozók számát kedvező módon csökkentenem. A kultúra dimenziónál a felvásárló és cél vállalat országainak 4-4 kultúra indexéből első körben 1-1 faktort hoztam létre 70%-os információ tartalom megőrzése mellett, majd ezek egymásból történő kivonásával egy „kultúra különbség” mesterséges változót képeztem. A politikai-gazdasági irányítás dimenziónál a felvásárló és a cél vállalat országainak 6-6 indexéből szintén 1-1 faktort 78%-os információ tartalom megőrzése mellett, majd ismételtén ezek különbségét képeztem. A faktoranalízisek teljes menetét és részletes eredményeit terjedelmükre való tekintettel az 1. és 2. mellékletben közlöm.

13.5 Hatásvizsgálatok

A hatásvizsgálatok során a redukált magyarázó változók eredményváltozóra gyakorolt hatását igyekeztem kimutatni. *Abból a feltevésből indultam ki, hogy a magyarázó változók csak akkor gyakorolhatnak hatást a tranzakciók kimenetelére /a tranzakció utáni hozamra/ amennyiben eltérő értékeket vesznek fel sikerrel, illetve kudarcral végződő tranzakcióknál.* A vizsgálatokat az előzetesen csoportokba sorolt tranzakciók két csoportjára a teljes siker és a teljes kudarc csoportra végeztem el. A magyarázó változók és az eredményváltozó közötti parciális korrelációs indexeket is meghatároztam, melynek eredményeképpen született korrelációs mátrixot terjedelmére való tekintettel nyomtatott formában még a mellékletben sem tudom közölni, hanem csak a csatolt CD-n található meg. Igaz azonban, hogy a korrelációs index alapján csak a magyarázó változó alakulásából az eredményváltozó értékének alakulására lehet következtetni, nem pedig a magyarázó változó és eredmény változó közötti ok-okozati kapcsolatra. A korrelációs indexek változó mértékű sztohasztikus kapcsolatok meglétére utaltak. Függvényszerű kapcsolat, vagy kapcsolat hiánya egyik esetben sem volt megfigyelhető. Az elemzést mind a szervezeti, mind a hagyományos megközelítési mód változóhalmazára elvégeztem. Mindkét esetben azon változókat választottam ki, ahol jelentős különbség mutatkozott a teljes siker és a teljes kudarc csoporton belül az átlagok tekintetében. A kiindulási állapothoz képest így eredményképpen a szervezeti megközelítési mód 39 adatából 7, míg a hagyományos megközelítési mód 85 adatából 18 maradt. Ezek a mesterséges „sűrített” változók, amelyek eredményváltozóra gyakorolt hatása a legjelentősebb, képezik a későbbi elemzések bemeneti adatait.

13.6 Tranzakciók apriori besorolása

A tranzakciók apriori-előzetes besorolásánál abból a feltevésből indultam ki, hogy lehetséges a hatásvizsgálat során már korábban kiválasztott magyarázó változók segítségével előre jelezni egy tranzakció kimenetét. Az egyes tranzakciókat a teljes siker, részleges siker, részleges kudarc, teljes kudarc csoportok valamelyikébe igyekeztem besoroltatni a diszkrimináló függvények segítségével.

Az elemzés során nem használtam fel a teljesítményt közvetlenül meghatározó és mérő megtérülési mutatókból alkotott mesterséges változókat, mivel ezek egyértelműen utalnának a tranzakciók kimenetelére, és így az előrejelzési képességét a modellnek nem lehetne kihasználni. A vizsgálatot elvégeztem külön-külön a szervezeti és a hagyományos megközelítési mód változóira majd egy közös kombinált magyarázó változó halmazra. Az elemzések részletes eredménytábláit a terjedelmükre való tekintettel a 3., 4. és 5. mellékletekben közlöm. Az egyes modellek besorolási pontosságára vonatkozó adatokat a következő 22. táblázat tartalmazza.

22. táblázat: A modellek összehasonlítása besorolási pontosságuk alapján

Besorolási pontosság %-ban	Modell típus		
	Szervezeti	Hagyományos	Kombinált
	42,2	90,9	96,9

Forrás: saját készítés az SPSS eredményei alapján

Mint azt a 22. táblázat mutatja a szervezeti és a hagyományos megközelítési módok változóit együttesen felhasználó modell besorolási pontossága a legjobb.

13.7 Hozam előrejelzés

A CBM&A tranzakció utáni hozam előrejelzésére lineáris regressziós modelleket alkalmaztam. Az elemzésbe a hatásvizsgálat eredményeképpen kapott változókat vontam be. Három modellt készítettem.

- Az első a szervezeti megközelítési mód változói és a tranzakció utáni BAHK hozam közötti kapcsolat függvényeszerű felírását teszi lehetővé.
- A második modell a hagyományos megközelítési mód változóira épít.
- A harmadik modell együttesen használja fel a szervezeti és a hagyományos megközelítési mód változóit is.

Az elemzések részletes eredménytábláit a terjedelmükre való tekintettel a 6., 7. és 8. mellékletekben közlöm. A 23. táblázat az egyes modellek különböző modellszelekciós kritériumok szerinti értékelését tartalmazza. A táblázat jól szemlélteti, hogy a 8 kritérium közül 5 esetben a kombinált modell bizonyult a legjobbnak. A szervezeti modell 2 esetben, míg a hagyományos modell csak 1 esetben bizonyult jobbnak a többinél.

23. táblázat: A regresszió modellek összehasonlítása a modellszelekciós kritériumok alapján

S. sz.	Kritérium	Modell típus		
		Szervezeti	Hagyományos	Kombinált
1	SGMASQ	963,71	653,15	610,12
2	AIC	1191,68	870,03	580,96
3	FPE	1204,65	1040,97	1105,85
4	GCV	1284,96	1607,77	3254
5	HQ	1345,58	1160,96	862,16
6	SCHWARZ	1719,09	2077,27	1911,41
7	SHIBATA	1084,18	580,44	300,29
8	R ²	0,29	0,52	0,55

Forrás: saját készítés a GRETL eredményei alapján

14. HIPOTÉZISEK VIZSGÁLATA

A kiválasztott modell tesztelésének eredményei alapján került sor a 11. fejezetben megfogalmazott hipotézisek vizsgálatára, aminek során döntés született az egyes állítások elfogadásáról vagy elvetéséről.

H1: A mega CBM&A tranzakciók végeredményére egyaránt következtetni lehet a hagyományos megközelítési mód és a szervezeti megközelítési mód által vizsgált változókból.

A H1 hipotézisem vizsgálatát statisztikai hipotézis ellenőrzéssel legjobban az egyes megközelítési módok által preferált magyarázó változók regressziós együtthatóinak „t” próbája segítségével lehet megtenni.

Legyen: H_j - a hagyományos megközelítési mód változója $j = 1, 2, 3 \dots 84$

SZ_i - a szervezeti megközelítési mód változója $i = 1, 2, 3 \dots 39$

β_{H_j} - a hagyományos megközelítési mód j -edik változójának regressziós együtthatója

β_{SZ_i} - a szervezeti megközelítési mód i -edik változójának regressziós együtthatója

H_0 : minden $\beta_{H_j} = 0$ vagy minden $\beta_{SZ_i} = 0$

H_A : legalább egy $\beta_{H_j} \neq 0$ és legalább egy $\beta_{SZ_i} \neq 0$

A 13.7 alfejezetben elvégzett vizsgálatok eredményei alapján megállapítható, hogy a mega CBM&A tranzakciók végeredményére egyformán következtetni lehet a hagyományos megközelítési mód és a szervezeti megközelítési mód által vizsgált változókból. A H_0 hipotézist tehát el kell vetnem, mivel több olyan hagyományos megközelítési mód által vizsgált magyarázó változó és számos olyan szervezeti megközelítési mód által vizsgált magyarázó változó található az

általam kiválasztottak között, amelyek esetében a regressziós együttható értéke 0-tól különbözik. A H1 hipotézist ezek alapján tehát elfogadom.

H2: Lehetséges egy olyan kombinált modell kialakítása, amely egyaránt épít a M&A tranzakciókat vizsgáló hagyományos és szervezeti megközelítési módok által preferált magyarázó változókra.

A H2 hipotézis statisztikai hipotézissel történő tesztelésére nincs mód, mivel próbafüggvény nem áll rendelkezésre, így a feltevés elfogadásánál vagy elvetésénél csak az elemzés eredményeire hagyatkozhatunk. Ennek alapján a H2 hipotézis vizsgálatát a következő logikai gondolatmenet mentén végezhetjük el.

Legyen: $D_j = d_{j0} + \sum_{i=1}^{18} d_{jHi} x_{Hi} + \sum_{k=1}^7 d_{jSZk} x_{SZk}$ – a j-edik diszkrimináló függvény
 $j = 1, 2, 3$

x_{Hi} – a hagyományos megközelítési mód i-edik magyarázó változója
 $i = 1, 2, \dots, 18$

x_{SZk} – a szervezeti megközelítési mód k-adik magyarázó változója
 $k = 1, 2, \dots, 7$

d_{j0} – a j-edik diszkrimináló függvény konstansa

d_{jHi} – a j-edik diszkrimináló függvény x_{Hi} -hez tartozó együtthatója

d_{jSZk} – a j-edik diszkrimináló függvény x_{SZk} -hoz tartozó együtthatója

A H2 hipotézist

el kell vetnünk ha: minden $d_{jHi} = 0$ vagy minden $d_{jSZk} = 0$

el kell fogadnunk: ha legalább egy $d_{jHi} \neq 0$ és legalább egy $d_{jSZk} \neq 0$

A 13.6 alfejezetben végzett elemzés eredményei alapján egyértelműen megállapítható, hogy a hagyományos és a szervezeti megközelítési módokat integráló modellben mind a három diszkrimináló függvény esetében az összes együttható értéke nullától különbözik. Az egyes együtthatók értékeit az 5.

melléklet szemlélteti. Ezen eredmény alapján a H2 hipotézis megerősítést nyer, tehát az állítás elfogadása javasolt.

H3: A hagyományos megközelítési módot és a szervezeti megközelítési módot integráló kombinált modell segítségével pontosabb eredmény érhető el, mint pusztán csak az egy elméleti irányzatra épülő modellek segítségével.

A H3 hipotézis ellenőrzése a diszkriminancia modellek besorolási pontosságának értékei alapján végezhető el. Mivel próbafüggvény ebben az esetben sem konstruálható, így statisztikai hipotézis vizsgálatról nem beszélhetünk. A H3 hipotézis vizsgálata ismételten csak egy logikai gondolatmenet mentén valósítható meg.

Legyen: $X_K=96,9\%$ $X_H=90,9\%$ $X_{Sz}=42,2\%$ az egyes modellek besorolási pontosságának értékei.

A H3 hipotézist

el kell vetnünk ha: $X_K > X_H$ és $X_K > X_{Sz}$

el kell fogadnunk ha: $X_K < X_H$ vagy $X_K < X_{Sz}$

A 13.6 alfejezetekben ismertetett vizsgálatok alapján egyértelműen megállapítható, hogy a kombinált modell (a hagyományos megközelítési módot és a szervezeti megközelítési módot integráló modell) segítségével pontosabb eredmények érhetők el mint pusztán csak az egy elméleti irányzatra épülő modellek esetében, ugyanis

$$X_K=96,9\% > X_H=90,9\% \text{ és } X_K=96,9\% > X_{Sz}=42,2\%.$$

A H3 hipotézisben megfogalmazott állítás tehát igaz ezért el kell fogadni.

H4: A megszerkeszthető kombinált modell elfogadható hibakorlátok közti eredményekkel előrejelzési célokra is alkalmazható.

A H4 hipotézis vizsgálata a kombinált regressziós modell módosított determinációs együtthatójának értéke alapján történik a 13.7 fejezetben kalkulált eredményekből. Ezt a mutatót szokás a regressziós modellek magyarázó erejének nevezni. Statisztikai hipotézis ellenőrzésre próbafüggvény hiányában nincs mód, így csak a következő logikai gondolatmenet mentén ellenőrizhetjük feltevésünk helyességét.

Legyen: \bar{R}^2 - a kombinált regressziós modell magyarázó ereje

A H4 hipotézist

el kell vetnünk ha: $\bar{R}^2 < 0,5$

el kell fogadnunk ha: $\bar{R}^2 \geq 0,5$

A 13.7 alfejezetben végzett számítások eredménye alapján a kombinált regressziós modell magyarázó ereje 0,551. Ez az érték $0,551 > 0,5$ tehát a *H4 hipotézist el kell fogadni.*

15. MODELL FINOMÍTÁS

A hagyományos, szervezeti és a kombinált modellek közül, mint azt a 23. táblázat is mutatta a kombinált modell bír a legjobb paraméterekkel. Ezen modell illeszkedésének jóságát mérő szabadságfokkal korrigált determinációs együttható értéke volt a legnagyobb. A regresszió analízis azonban nem csak a modell egészére számolt adatokat, hanem az egyes változók statisztikai szignifikanciájának próbáit is lehetővé teszi. A teljes eredményt terjedelmére való tekintettel a 9. mellékletben közlöm.

Ezen eredmények alapján megállapítható, hogy mely magyarázó változók azok, amelyeknek a modellből történő kihagyása mellett a modell illeszkedésének jósága növelhető, lehetővé téve így a modell finomítását. Ezek az úgynevezett nem szignifikáns változók, melyeknek a modellben nincs vagy csak nagyon kicsi a magyarázó erejük. El kell tehát hagyni azokat a változókat, amelyek T statisztika értéke kisebb, mint a $2\text{Prob}(t > |T|)$. A biztonság kedvéért megfogadva Ramanathan ajánlását mindig csak egy változót hagyok el a modellből, mégpedig mindig a program által javasolt legnagyobb „p” értékkel bíró változót (Ramanathan [2003]).

Ezen kritérium alapján első körben a 25 változóból a DTNI változótól kell megválnunk. Az eredmény biztató, mivel a modellünk illeszkedésének jósága 0,551-ről 0,615-re javult. Az új eredmény utolsó sora ismét felhívja figyelmünket egy újabb változóra, amely esetleges elhagyása tovább javíthatná a modellünk illeszkedésének jóságát. A következő körökben ezeket a figyelmeztetéseket megfogadva - a problémás változókat egyenként elhagyva a modellből - kapunk a 7. körben egy 18 változós regresszió modellt, amelynek az eredmények szerint valóban javult az illeszkedési jósága hisz a módosított R^2 értéke 0,774-re nőtt. Az utolsó esetben megjelent figyelmeztetés, mely szerint még mindig van egy változó (az ALI2NC), amelynek „p” értéke magas már nem segít bennünket egy jobb modellhez, mivel a jelzett változó elhagyása következtében a modell jósága jelentősen lecsökken, mint az a 11. melléklet is bizonyítja.

Marad tehát végeredménynek a 18 változós modellünk, amelynek teljes eredménytábláját a 10. melléklet tartalmazza. Összehasonlítva ezt a modellt a kiindulási és az első lépésben kapott javított modellekkel a modellszelekciós kritériumok alapján a 24. táblázatból egyértelműen megállapíthatjuk, hogy valóban az adott módszerrel a legjobb modellt sikerült létrehoznunk.

24. táblázat: A javított és a kiindulási regresszió modellek összehasonlítása a modellszelekciós kritériumok alapján

S. sz.	Kritérium	Modell típus		
		Kiindulási modell	1 javított modell	Végső modell
1	SGMASQ	610,12	523,08	306,98
2	AIC	580,96	545,89	408,91
3	FPE	1105,85	931,74	489,25
4	GCV	3254	2391,24	755,65
5	HQ	862,16	797,90	545,65
6	SCHWARZ	1911,41	1715,61	976,31
7	SHIBATA	300,29	293,21	272,80
8	R^2	0,55	0,61	77,4
9	Változók száma	25	24	18

Forrás: saját készítés a GRETL eredményei alapján

A táblázatból jól látható, hogy a végső modellünk a 9 kritériumból 9 esetben bizonyult jobbnak a többinél.

16. A KUTATÁS EREDMÉNYEINEK INTERPRETÁLÁSA

Az eredmények értelmezése és a következtetések levonása lehetőséget teremt a már korábbi hasonló kutatások és tanulmányok eredményeivel való összehasonlításra, így ez a fejezet az egyik legfontosabb része az értekezésnek.

A CAR és BAHR eljárással végzett hozamszámítás jelentős eltérést eredményezett. Ennek oka az eljárások érzékenységbeli különbségében keresendő. A CAR eljárás feltételezi, hogy az adott részvényt minden nap nyitáskor megvásároljuk és nap végén értékesítjük, ami elméleti síkon elképzelhető, de gyakorlati megvalósítása valószínűtlen. Főleg hosszú távon mivel a gyakori vásárlásokkal és értékesítésekkel járó tranzakciós költségek mértéke felemésztene az árfolyamnyereséget. A gyakorlathoz sokkal közelebb álló BAHR eljárás ezzel szemben csak a vizsgált időszak kezdeti és végi árfolyamokkal számol, ami a kalkuláció szempontjából is jóval egyszerűbb. Célszerű tehát megfogadni Fama (Fama [1998]) illetve Lyon és társai (Lyon et al [1999]) javaslatait, akik hosszú távú elemzésekhez a BAHR módszert javasolják. Az általam ilyen módon számított mintában szereplő felvásárló vállalatok CBM&A tranzakciót követő hosszú távú hozama összhangban van Conn és társai (Conn et al. [2001]) kutatásának eredményével, de eltér Black és társai (Black et al. [2001]) kutatásainak eredményeitől, mint azt a 19. táblázat is szemléltette. Ennek oka valószínűleg a választott időszakok eltérésében keresendő. Jelen kutatás a 2000-es évben végrehajtott tranzakciókat vizsgálja, amely időszak részét képezi a konzisztens eredményeket mutató Conn és társai (Conn et al. [2001]) által vizsgált 1984-2000-ig terjedő időszaknak. Ezzel szemben az eltérő eredményeket reprezentáló Black és társai (Black et al. [2001]) kutatása az 1985-1995-ig terjedő időszakban létrejött tranzakciókat vizsgálta.

A mintámban szereplő CBM&A tranzakciók besorolásának általam számított eredményére vonatkozóan a 20. táblázat alapján megállapíthattuk, hogy szigorúan vett sikerről csak a tranzakciók 16%-nak esetén beszélhetünk. Ez az eredmény igen közel esik a bevezetőben említett 20% siker - 80% kudarc általános arányhoz

és szinte egybevág a 12. ábrán szemléltetett KPMG [1998] CBM&A tranzakciók sikerességét vizsgáló felmérés 17% siker és 83% kudarc arányával (KPMG [1998]). Kevésbé szigorúan értelmezve a siker kritériumait az általam számított eredmény arány a valamivel kedvezőbb 37% siker és 63% kudarc szinten áll be, amely még mindig csak egy gyenge közelítése a Kleinert és Klodt [2002] által egy tranzakció sikerességére vonatkozóan megfogalmazott pénzérme feldobás valószínűségi arányának (Kleinert - Klodt [2002]).

Az adatredukció során a nagyszámú kezdeti kiindulási változóból, (több változó már eleve adattömörítés révén lett létrehozva /Pl. pénzügyi mutatószámok – indexszámítás, transznacionalitási index – faktoranalízis/) adatredukciós módszerekkel sikerült csökkentenem az adatok számát olyan módon, hogy a mögöttes információtartalom a lehető legkisebb mértékben szenvedjen csorbát. Ezt egyszerű matematikai-statisztikai, valamint többváltozós adatelemzési módszerekkel oldottam meg. A hagyományos megközelítési mód által vizsgált változókból így 31 származtatott változót, míg a szervezeti megközelítés mód által vizsgált változókból 11 származtatott változót hoztam létre.

A hatásvizsgálatok során az így kapott származtatott magyarázó változók eredményváltozóra gyakorolt hatását igyekeztem kimutatni. A kiindulási állapothoz képest így eredményképpen a szervezeti megközelítési mód származtatott magyarázó változóiból 7, míg a hagyományos megközelítési mód származtatott magyarázó változóiból 18 maradt. Ezek a mesterséges „sűrített” változók, amelyek eredményváltozóra gyakorolt hatása a legjelentősebb, képezték a későbbi elemzések bemeneti adatait.

A tranzakciók apriori-előzetes besorolásánál abból a feltevésből indultam ki, hogy lehetséges a hatásvizsgálat során már korábban kiválasztott származtatott magyarázó változók segítségével előre jelezni egy tranzakció kimenetét. Az egyes tranzakciókat a teljes siker, részleges siker, részleges kudarc, teljes kudarc csoportok valamelyikébe igyekeztem besoroltatni a diszkrimináló függvények segítségével. A vizsgálatot elvégeztem külön-külön a szervezeti és a hagyományos

megközelítési mód származtatott változóira majd egy közös kombinált származtatott magyarázó változó halmazra. Amint azt a 22. táblázat is mutatta a kombinált modell 96,9%-os besorolási pontossággal megelőzte a 42,2% besorolási pontosságú szervezeti modellt és a 90,9%-os besorolási pontosságú hagyományos modellt is.

A CBM&A tranzakció utáni hozam előrejelzésre lineáris regresszió modelleket alkalmaztam. Itt szintén három modellt készítettem. A 23. táblázat jól szemléltette, hogy a 8 modellszelekciós kritérium alapján 5 esetben a kombinált modell bizonyult a legjobbnak. Ez a modell a 25 származtatott magyarázó változóval 0,551 nagyságú magyarázó erőt testesített meg a mintában szereplő CBM&A tranzakciók tranzakció utáni BAHR hozam alakulására vonatkozóan. A modell finomítása során hét lépésben sikerült eljutnom a végső változathoz, amely már csak 18 származtatott magyarázó változóval, de már 0,774 magyarázó erőt képviselt a mintában szereplő CBM&A tranzakciók tranzakció utáni BAHR hozama alakulására vonatkozóan. A 18 származtatott magyarázó változó közül 6 a szervezeti megközelítési mód, 12 a hagyományos megközelítési mód kategóriából került ki. Ezek a következők.

A szervezeti megközelítési mód származtatott változói:

DISTANCE	- a felvásárló és cél vállalat országai közötti földrajzi távolság.
DICE	- az információs és telekommunikációs kiadások különbsége a felvásárló és cél vállalat országai között.
PEFACDIF	- a központi politikai és gazdasági irányítás közti minőségi különbség a felvásárló és cél vállalat országai között.
CULTURDIF	- a felvásárló és cél vállalat országai közti kulturális különbség.
LANGCOR	- a felvásárló és cél vállalat országainak nyelvei közti hasonlóság.
MINSHARE	- a cél vállalat országában élő a felvásárló vállalat országbéli kisebbségi aránya.

A hagyományos megközelítési mód származtatott változói:

INDREL	- iparági kapcsolat a felvásárló és a cél vállalat között.
DRISK	- a cél és a felvásárló vállalat ország kockázatai közötti különbség.
AINTNC	- a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos készletek forgási sebességi mutató értéke.
AIATNC	- a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos eszközök forgási sebességi mutató értéke.
ARETNC	- a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos vevők forgási sebességi mutató értéke.
ALE2NC	- a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos idegentőke aránya.
ALE3NC	- a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos rövid távú eladósodottsága.
ALE4NC	- a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos hosszú távú eladósodottsága.
ALI1NC	- létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos likviditási gyorsrátája.
ALI2NC	- létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos likviditási rátája.
ALI3NC	- a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos vevők aránya a forgóeszközökön belül mutató értéke.
ALI4NC	- a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos készletek aránya a forgóeszközökön belül mutató értéke.

Található a végső modellben 3 olyan magyarázó változó is (ALI1NC, ALI2NC, PEFACDIF) amelyek „p” értéke nagyobb mint 0,1. Ez azt jelenti, hogy ezek a változók 10% szignifikancia szinten nem szignifikánsak. Általánosan elfogadott gyakorlat azonban nem szignifikáns, de elméletileg a modellbe illő magyarázó változó megtartása, ha a „t” statisztikája abszolút értékben legalább 1, vagy a „p” értéke kisebb mint 0,25 (Ramanathan [2003]). Mint azt a 10. mellékletben láthatjuk az említett 3 magyarázó változó esetében ezek a feltételek teljesülnek. Az ilyen típusú magyarázó változók modellben történő szerepeltetésének oka a modell magyarázó erejének növelése, nélkülük a modell magyarázó erejének értéke kisebb lenne.

A végső modell regressziós együtthatóinak értelmezése során a 18 magyarázó változóból 5 magyarázó változóhoz (ALI2NC, ALI4NC, ARETNC, AIATNC, LANGCOR) tartozó regressziós együttható esetében ellenkező előjelű eredmény született, mint az a közgazdasági elméletek alapján előzetesen feltételezhető volt. Ennek oka az említett magyarázó változók és a modellben szereplő más magyarázó változók közötti szoros kapcsolat, amit a többváltozós matematikai statisztikai irodalom multikollinearitás címszó alatt tárgyal (Ramanathan [2003]).

A multikollinearitás annak ellenére, hogy a modellben szereplő magyarázó változókhoz tartozó regressziós együtthatók, és előjeleik értelmezésében gondot okoz, nem ront a modell előrejelző képességén, hanem javíthatja azt (Ramanathan [2003]). Ramanathan szerint, ha nem az egyes együtthatók értelmezésében, hanem inkább az előrejelzésben vagyunk érdekeltek, akkor a multikollinearitás nem jelent nagy gondot, egyszerűen figyelmen kívül hagyható komolyabb következmények nélkül (Ramanathan [2003]). A multikollinearitás tényét igazolni a regressziós modellben szereplő magyarázó változók közötti magas korrelációs együtthatók értékeivel lehet. Esetünkben a szóban forgó változók tényleg szorosabb kapcsolatban állnak más változókkal igazolva ezzel a multikollinearitás létére utaló feltételezésünket, mint az a korrelációs mátrixból kiolvasható. A korrelációs mátrixot terjedelmére való tekintettel a 12. mellékletben közlöm.

17. JAVASLATOK

17.1 Javaslatok határon átvélő M&A tranzakciót tervező vállalatoknak

Az előzőekben ismertetett eredmények fényében határon átvélő M&A tranzakció előtt álló magyar vállalatoknak egy sikeres tranzakció végrehajtásának elősegítése céljából a következő javaslatokat tehetjük a cél vállalat kiválasztására és a tranzakció utáni időszakra vonatkozóan.

A tranzakció megtervezésénél és a cél vállalat kiválasztásánál egyaránt legyenek tekintettel mind a hagyományos megközelítési mód által preferált kemény (könnyen számszerűsíthető és gyakran pénzben is kifejezhető) változókra, mind a szervezeti megközelítési mód által preferált puha (nehezen számszerűsíthető és gyakran alig értelmezhető) változókra. Jelentős lehet a szerepe a felvásárló és cél vállalat országai közti különbségeknek a tranzakció utáni teljesítményre. A felvásárló és cél vállalat országai közti - kulturális különbség, - információs és telekommunikációs kiadások különbsége, - központi politikai és gazdasági irányítás közti minőségi különbség mind ellentétes irányú (negatív) azaz teljesítménycsökkentő hatású kapcsolat meglétét sejteti. Ezzel szemben a cél vállalat országában élő a felvásárló vállalat országbéli kisebbségi aránya azonos irányú (pozitív) azaz teljesítménynövelő hatású kapcsolat meglétét vetíti előre.

Javasolt a minél szorosabb iparági kapcsolat a felvásárló és a cél vállalat között. Minél nagyobb a cél és a felvásárló vállalat ország kockázatai közti különbség, annál nagyobb az elvárható hozam. Célszerű a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos likviditási gyorsráta, valamint átlagos készletek forgási sebességi mutatóinak értéknövelése. Nincs negatív hatása a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos idegentőke aránya növelésének sem, amennyiben ez az átlagos rövid távú eladósodottság növelésében nyilvánul meg. A felsorolt mutatók mind kifejezetten pozitív, azaz teljesítménynövelő hatású kapcsolat meglétét sejtetik.

Ajánlott azonban a létrejött közös vállalat számára a tranzakció utáni átlagos hosszú távú eladósodottság valamint az átlagos vevők aránya a forgóeszközökön belül mutatók értékeinek minél alacsonyabb szinten tartása, mivel ezek a mutatók ellentétes irányú (negatív) azaz teljesítménycsökkentő hatású kapcsolat meglétét sejtetik.

A kialakított kombinált diszkriminancia és kombinált végső regressziós modellek lehetőséget nyújtanak a tranzakciót tervező felvásárló vállalatoknak, hogy a modellek korlátaiban belül előrejelzéseket készítsenek egy feltételezett cél vállalattal történő tranzakció várható kimenetelére. A kombinált diszkriminancia modell a tervezett tranzakció teljes siker, részleges siker, részleges kudarc vagy teljes kudarc várható eredmények közti besorolásra tesz előrejelzést, míg a kombinált végső regressziós modell a feltételezett tranzakció utáni várható referencia hozammal csökkentett BAHR hozam értékére ad előrejelzést, természetesen a felvásárló vállalat szempontjából.

17.2 A kutatás korlátai és lehetséges kiterjesztései

A kutatás során a legnagyobb problémát a megfelelő minta megszerzése, valamint az elemzések elvégzéséhez szükséges releváns adatokhoz való hozzájutás jelentette. Ez a probléma elméletileg könnyen kiküszöbölhető lenne, mivel léteznek olyan adatbázisok, amelyek napi frissítéssel tartalmazzák az összes eddigi megkötött M&A tranzakciót és tranzakciónként több mint 60 adatot a résztvevő felekről, illetve a tranzakcióról magáról. Ezek azonban kereskedelmi adatbázisok, szigorúan profitorientáltan működnek és díjaik a kutatók számára szinte megfizethetetlenek. Ilyen adatbázison történő felépítése a kidolgozott modellnek valószínűleg sokkal pontosabb eredményekhez vezetne. Ezen eredmények érvényessége és általánosíthatósága valamint a belőlük levont következtetések így jobban általánosíthatók lennének.

A kombinált végső regresszió modellhez tartozó eredményváltozó alakulásának 22,6%-ban meg nem magyarázott részének feltárása további vizsgálatok és elemzések elvégzését kívánja meg. Adatok hiányában nem volt mód olyan magyarázó változók modellbe történő bevonására, mint például a fizetés módja, előzetes tapasztalatok vagy a kifizetett prémium nagysága, amelyek viszont a szakirodalom alapján a M&A tranzakciók sikerességét befolyásoló tényezők közé sorolhatók. Ezen tényezők, valamint újabb, eddig nem alkalmazott magyarázó változók elemzésbe történő bevonásával feltételezhetően javítható lenne a modell illeszkedése, amennyiben ezen új változók valóban szoros kapcsolatban állnak az eredményváltozóval.

A minta összetételének módosításával akár longitudinális is tehető a vizsgálat, ami az időbeli változások kimutatását is lehetővé teszi. A minta méretének növelésével, pedig javítható lenne a becslések pontossága is. A mintavételi hiba azonban ennek ellenére sem küszöbölhető ki, mivel egy része eleve elkerülhetetlen, és a módszer szükségszerű velejárója. Továbbá a kialakított modellben egymásra épülő többváltozós matematikai és statisztikai módszerekről van szó, amelyek mindegyike esetében a statisztikai hibát a módszertanok sajátosságából fakad, így ezek az elemzés során halmozódnak, értékük, pedig rohamosan nő rontva ezzel a becslések pontosságát. Ezen együttes hiba nem megszüntethető, hanem csak minimalizálható.

Mindazonáltal szükséges a témához kapcsolódó kutatások folytatása, hogy pontosíthassuk a már feltérképezett tényezők hatásait a határon átívelő akvizíciók és fúziók sikerességére és újabb, eddig még nem vizsgált, változók hatásaira fényt deríthessünk, hatékonyabban segítve ezzel a tranzakcióban érintett vállalatok döntéshozóit.

18. FÜGGELÉK

1. melléklet: A kultúra dimenzió faktoranalízis menete és eredmény táblái

Factor Analysis I.

KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,670
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	309,210
	df	28
	Sig.	,000

Communalities^a

	Initial	Extraction
ACPD1	,585	,709
ACII	,438	,497
ACUAI	,613	,788
ACMI	6,341E-02	1,849E-02
TCPDI	,684	,738
TCII	,695	,767
TCUAI	,755	,882
TCMI	,255	,794

Extraction Method: Maximum Likelihood.

- a. One or more communality estimates greater than 1.0 were encountered during iterations. The resulting solution should be interpreted with caution.

Total Variance Explained

Factor	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2,764	34,550	34,550	2,448	30,594	30,594	2,326	29,069	29,069
2	2,078	25,980	60,530	1,868	23,355	53,949	1,966	24,572	53,642
3	1,108	13,853	74,383	,878	10,979	64,928	,903	11,286	64,928
4	,977	12,209	86,592						
5	,435	5,442	92,034						
6	,250	3,125	95,159						
7	,227	2,832	97,991						
8	,161	2,009	100,000						

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Factor Matrix^a

	Factor		
	1	2	3
ACPD1	,253	,775	,213
ACII	-,156	-,684	6,600E-02
ACUAI	,265	,846	4,722E-02
ACMI	-3,95E-04	-,127	4,876E-02
TCPDI	,853	-8,71E-02	4,118E-02
TCII	-,826	4,073E-02	,287
TCUAI	,922	-,177	-2,77E-03
TCMI	,163	-,168	,860

Extraction Method: Maximum Likelihood.

- a. Attempted to extract 3 factors. More than 25 iterations required. (Convergence=3,576E-03). Extraction was terminated.

Rotated Factor Matrix^a

	Factor		
	1	2	3
ACPD1	8,460E-02	,821	,166
ACII	-4,59E-02	-,694	,113
ACUAI	,109	,881	-2,78E-03
ACMI	1,403E-02	-,121	6,063E-02
TCPDI	,841	7,255E-02	,160
TCII	-,854	-8,86E-02	,172
TCUAI	,930	-6,41E-03	,134
TCMI	6,284E-02	-7,06E-02	,886

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

a. Rotation converged in 4 iterations.

Factor Transformation Matrix

Factor	1	2	3
1	,975	,181	,130
2	-,169	,981	-,099
3	-,145	,075	,987

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

Factor Analysis II.

KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,678
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	304,952
	df	21
	Sig.	,000

Communalities^a

	Initial	Extraction
ACPD1	,580	,693
ACII	,438	,494
ACUAI	,613	,799
TCPDI	,681	,737
TCII	,682	,747
TCUAI	,752	,883
TCMI	,254	,999

Extraction Method: Maximum Likelihood.

a. One or more communalitiy estimates greater than 1.0 were encountered during iterations. The resulting solution should be interpreted with caution.

Total Variance Explained

Factor	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2,760	39,428	39,428	1,115	15,923	15,923	2,308	32,972	32,972
2	2,059	29,417	68,845	2,421	34,582	50,506	1,959	27,982	60,954
3	1,091	15,580	84,425	1,816	25,936	76,442	1,084	15,488	76,442
4	,442	6,307	90,733						
5	,250	3,577	94,310						
6	,235	3,353	97,663						
7	,164	2,337	100,000						

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Factor Matrix^a

	Factor		
	1	2	3
ACPD1	9,474E-02	,254	,787
AC11	,153	-,199	-,657
ACUAI	-5,62E-02	,297	,841
TCPDI	,194	,831	-9,40E-02
TC11	,103	-,851	,107
TCUAI	,178	,902	-,193
TCMI	,999	-1,57E-03	5,103E-04

Extraction Method: Maximum Likelihood.

a. 3 factors extracted. 19 iterations required.

Goodness-of-fit Test

Chi-Square	df	Sig.
1,879	3	,598

Rotated Factor Matrix^a

	Factor		
	1	2	3
ACPD1	7,229E-02	,820	,121
AC11	-3,17E-02	-,690	,130
ACUAI	9,104E-02	,889	-2,93E-02
TCPDI	,841	9,464E-02	,142
TC11	-,844	-9,74E-02	,156
TCUAI	,932	1,556E-02	,117
TCMI	6,457E-02	-3,70E-02	,997

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

a. Rotation converged in 4 iterations.

Factor Transformation Matrix

Factor	1	2	3
1	,066	-,037	,997
2	,971	,233	-,056
3	-,230	,972	,052

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

Factor Analysis III.

KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,713
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	281,449
	df	15
	Sig.	,000

Communalities

	Initial	Extraction
ACPD1	,562	,649
ACII	,415	,470
ACUAI	,611	,824
TCPDI	,667	,723
TCII	,624	,669
TCUAI	,740	,899

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Total Variance Explained

Factor	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2,755	45,917	45,917	2,407	40,114	40,114	2,289	38,143	38,143
2	2,038	33,965	79,882	1,828	30,460	70,574	1,946	32,430	70,574
3	,471	7,844	87,726						
4	,322	5,365	93,091						
5	,246	4,093	97,184						
6	,169	2,816	100,000						

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Factor Matrix^a

	Factor	
	1	2
ACPD1	,247	,767
ACII	-,160	-,667
ACUAI	,269	,867
TCPDI	,846	-8,05E-02
TCII	-,815	6,414E-02
TCUAI	,931	-,180

Extraction Method: Maximum Likelihood.

a. 2 factors extracted. 6 iterations required.

Goodness-of-fit Test

Chi-Square	df	Sig.
2,817	4	,589

Rotated Factor Matrix^a

	Factor	
	1	2
ACPD1	8,774E-02	,801
ACII	-2,24E-02	-,685
ACUAI	8,966E-02	,903
TCPDI	,845	9,112E-02
TCII	-,812	-,101
TCUAI	,948	1,067E-02

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

a. Rotation converged in 3 iterations.

Factor Transformation Matrix

Factor	1	2
1	,980	,201
2	-,201	,980

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

2. melléklet: A politikai-gazdasági irányítás dimenzió faktoranalízis menete és eredmény táblái

Factor Analysis I.

Communalities

	Initial	Extraction
AVAI00	,493	,501
APAI00	,760	,751
AGEI00	,163	2,833E-02
ARQI00	,651	,471
ARLI00	,833	,877
ACCI00	,871	,862
TVAI00	,850	,730
TPAI00	,934	,867
TGEI00	,972	,954
TRQI00	,908	,846
TRLI00	,962	,953
TCCI00	,930	,931

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Total Variance Explained

Factor	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	5,619	46,826	46,826	5,421	45,178	45,178	5,276	43,969	43,969
2	3,551	29,588	76,413	3,351	27,926	73,104	3,496	29,136	73,104
3	,976	8,130	84,543						
4	,617	5,142	89,685						
5	,428	3,563	93,249						
6	,304	2,530	95,779						
7	,148	1,237	97,015						
8	,134	1,117	98,133						
9	9,860E-02	,822	98,954						
10	7,227E-02	,602	99,557						
11	3,568E-02	,297	99,854						
12	1,752E-02	,146	100,000						

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Goodness-of-fit Test

Chi-Square	df	Sig.
185,503	43	,000

Rotated Factor Matrix^a

	Factor	
	1	2
AVAI00	9,617E-02	,702
APAI00	4,789E-02	,865
AGEI00	1,517E-02	,168
ARQI00	-2,19E-02	,686
ARLI00	,107	,930
ACCI00	6,711E-02	,926
TVAI00	,852	6,130E-02
TPAI00	,928	6,989E-02
TGEI00	,974	8,014E-02
TRQI00	,920	5,094E-03
TRLI00	,971	,106
TCCI00	,961	8,697E-02

Extraction Method: Maximum Likelihood.
 Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.
 a. Rotation converged in 3 iterations.

Factor Transformation Matrix

Factor	1	2
1	,990	,142
2	-,142	,990

Extraction Method: Maximum Likelihood.
 Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

Factor Analysis II.

Communalities

	Initial	Extraction
AVAI00	,483	,501
APAI00	,749	,746
ARQI00	,616	,477
ARLI00	,832	,872
ACCI00	,854	,870
TVAI00	,850	,775
TPAI00	,931	,909
TRQI00	,802	,788
TRLI00	,943	,948
TCCI00	,915	,926

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Total Variance Explained

Factor	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	4,770	47,700	47,700	4,521	45,207	45,207	4,350	43,499	43,499
2	3,420	34,197	81,897	3,291	32,911	78,119	3,462	34,619	78,119
3	,617	6,173	88,070						
4	,430	4,300	92,371						
5	,264	2,642	95,012						
6	,148	1,481	96,493						
7	,140	1,396	97,889						
8	,106	1,061	98,950						
9	7,353E-02	,735	99,686						
10	3,145E-02	,314	100,000						

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Factor Matrix^a

	Factor	
	1	2
AVAI00	,224	,671
APAI00	,208	,838
ARQI00	9,542E-02	,684
ARLI00	,275	,892
ACCI00	,232	,903
TVAI00	,874	-,102
TPAI00	,947	-,106
TRQI00	,875	-,151
TRLI00	,971	-7,18E-02
TCCI00	,958	-8,86E-02

Extraction Method: Maximum Likelihood.

a. 2 factors extracted. 7 iterations required.

Goodness-of-fit Test

Chi-Square	df	Sig.
93,614	26	,000

Rotated Factor Matrix^a

	Factor	
	1	2
AVAI00	9,934E-02	,701
APAI00	5,366E-02	,862
ARQI00	-2,97E-02	,690
ARLI00	,109	,927
ACCI00	6,474E-02	,930
TVAI00	,878	5,747E-02
TPAI00	,951	6,655E-02
TRQI00	,888	8,976E-03
TRLI00	,968	,105
TCCI00	,959	8,597E-02

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

a. Rotation converged in 3 iterations.

Factor Transformation Matrix

Factor	1	2
1	,984	,181
2	-,181	,984

Extraction Method: Maximum Likelihood.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

3. melléklet: A hagyományos megközelítési módra épülő diszkriminancia modell eredménye

Summary of Canonical Discriminant Functions

Eigenvalues

Function	Eigenvalue	% of Variance	Cumulative %	Canonical Correlation
1	3,406 ^a	52,9	52,9	,879
2	1,929 ^a	30,0	82,9	,812
3	1,103 ^a	17,1	100,0	,724

a. First 3 canonical discriminant functions were used in the analysis.

Wilks' Lambda

Test of Function(s)	Wilks' Lambda	Chi-square	df	Sig.
1 through 3	,037	69,325	54	,078
2 through 3	,162	38,184	34	,285
3	,475	15,615	16	,480

Standardized Canonical Discriminant Function Coefficients

	Function		
	1	2	3
DRISK	-,194	-,045	,377
ACGDPD	-,801	,788	-,232
TCGDPBTD	,161	,120	,082
EXRBTRA	1,148	,423	-,745
DICE	,442	,573	,842
INDREL	-,779	-,534	,637
ALI1NC	-2,022	1,831	-2,129
ALI2NC	1,892	-1,853	1,505
ALI3NC	-,565	1,138	-,593
ALI4NC	,300	,335	,565
ALE1NC	1,024	,176	-,498
ALE2NC	1,044	,485	1,121
ALE3NC	-,613	-,539	,343
ALE4NC	-1,674	-,191	,835
ARETNC	-1,331	,234	-1,744
AINTNC	2,458	-,172	1,302
AIATNC	1,062	-,615	,128
AWCTNC	-,109	,599	-,780

Structure Matrix

	Function		
	1	2	3
ALI4NC	,330*	-,309	,207
EXRBTRA	,268*	,246	-,203
INDREL	-,263*	,003	-,006
AIATNC	,242*	-,125	-,169
AINTNC	-,195*	,165	-,036
ALE1NC	,192*	-,027	-,176
ALE2NC	,180*	,076	-,013
AWCTNC	,133*	,061	-,022
ALI3NC	-,145	,412*	,206
ARETNC	,031	-,235*	-,082
ALI2NC	,180	-,214*	,095
ALE3NC	,132	,177*	,162
DRISK	,089	-,095*	,038
ALE4NC	-,002	,076*	-,051
DICE	,090	,222	,418*
ACGDPD	,047	,079	-,205*
TCGDPBTD	-,059	-,032	,107*
ALI1NC	,019	-,004	-,053*

Pooled within-groups correlations between discriminating variables and standardized canonical discriminant functions. Variables ordered by absolute size of correlation within function.

*. Largest absolute correlation between each variable and any discriminant function

Canonical Discriminant Function Coefficients

	Function		
	1	2	3
DRISK	-,035	-,008	,069
ACGDPD	-1,246	1,225	-,361
TCGDPBTD	,216	,161	,110
EXRBTRA	,049	,018	-,032
DICE	,242	,314	,461
INDREL	-,028	-,019	,023
ALI1NC	-5,370	4,863	-5,653
ALI2NC	3,718	-3,641	2,958
ALI3NC	-3,512	7,076	-3,690
ALI4NC	3,006	3,360	5,671
ALE1NC	4,859	,835	-2,366
ALE2NC	,100	,046	,107
ALE3NC	-,934	-,821	,523
ALE4NC	-,268	-,031	,134
ARETNC	-,557	,098	-,730
AINTNC	,092	-,006	,049
AIATNC	,659	-,381	,079
AWCTNC	-,005	,025	-,032
(Constant)	-,354	-1,761	3,666

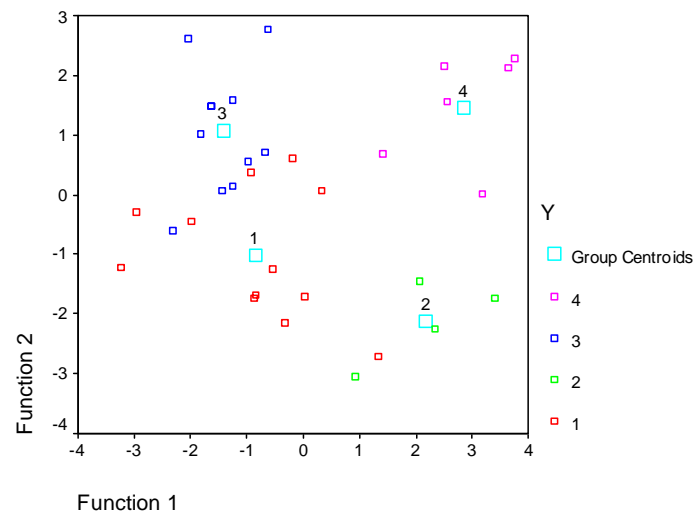
Unstandardized coefficients

Functions at Group Centroids

Y	Function		
	1	2	3
1,00	-,847	-1,012	-,937
2,00	2,183	-2,122	1,706
3,00	-1,424	1,076	,788
4,00	2,851	1,467	-,706

Unstandardized canonical discriminant functions evaluated at group means

Canonical Discriminant Functions



Classification Results^a

			Predicted Group Membership				Total
			1,00	2,00	3,00	4,00	
Original	Count	1,00	10	1	1	0	12
		2,00	0	4	0	0	4
		3,00	1	0	10	0	11
		4,00	0	0	0	6	6
	%	1,00	83,3	8,3	8,3	,0	100,0
		2,00	,0	100,0	,0	,0	100,0
		3,00	9,1	,0	90,9	,0	100,0
		4,00	,0	,0	,0	100,0	100,0

a. 90,9% of original grouped cases correctly classified.

4. melléklet: A szervezeti megközelítési módra épülő diszkriminancia modell eredménye

Summary of Canonical Discriminant Functions

Eigenvalues

Function	Eigenvalue	% of Variance	Cumulative %	Canonical Correlation
1	,162 ^a	50,6	50,6	,373
2	,107 ^a	33,6	84,2	,311
3	,051 ^a	15,8	100,0	,220

a. First 3 canonical discriminant functions were used in the analysis.

Wilks' Lambda

Test of Function(s)	Wilks' Lambda	Chi-square	df	Sig.
1 through 3	,740	25,193	21	,239
2 through 3	,859	12,651	12	,395
3	,952	4,129	5	,531

Standardized Canonical Discriminant Function Coefficients

	Function		
	1	2	3
DTNI	-,025	,036	,106
LANGCOR	,940	1,483	-1,750
MINSHARE	-,641	-,815	2,018
DISTANCE	-,029	,305	,630
DPEE	,486	,689	-,332
CULTDIFF	1,048	-,403	-,181
PEFACDIF	,302	,106	-,359

Structure Matrix

	Function		
	1	2	3
CULTDIFF	,843*	-,460	,222
PEFACDIF	-,353*	,222	-,323
DTNI	-,081*	,080	-,065
LANGCOR	,389	,610*	,192
MINSHARE	,426	,539*	,381
DPEE	,260	,399*	-,105
DISTANCE	-,092	,158	,735*

Pooled within-groups correlations between discriminating variables and standardized canonical discriminant functions
Variables ordered by absolute size of correlation within function.

*. Largest absolute correlation between each variable and any discriminant function

Canonical Discriminant Function Coefficients

	Function		
	1	2	3
DTNI	-,002	,003	,010
LANGCOR	2,030	3,204	-3,781
MINSHARE	-1,565	-1,988	4,926
DISTANCE	,000	,000	,000
DPEE	,083	,117	-,057
CULTDIFF	,823	-,317	-,142
PEFACDIF	,218	,076	-,258
(Constant)	-,209	-,805	-,881

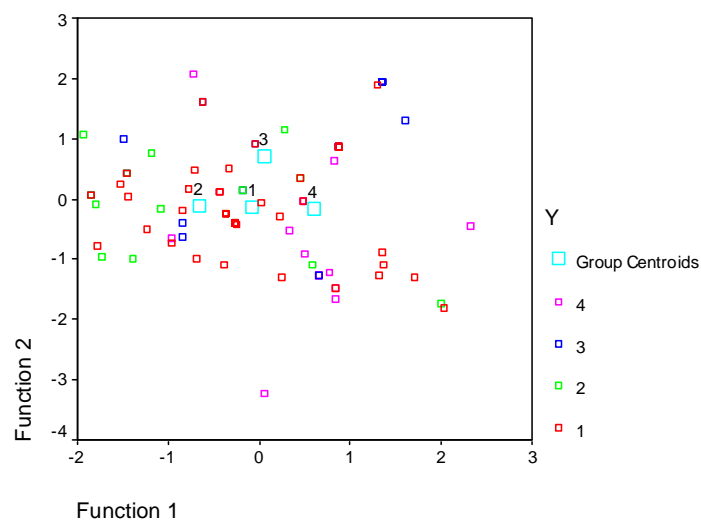
Unstandardized coefficients

Functions at Group Centroids

Y	Function		
	1	2	3
1,00	-7,13E-02	-,140	-,223
2,00	-,659	-,113	,317
3,00	5,068E-02	,715	-5,45E-05
4,00	,599	-,172	,208

Unstandardized canonical discriminant functions evaluated at group means

Canonical Discriminant Functions



Classification Results^a

			Predicted Group Membership				Total
			1,00	2,00	3,00	4,00	
Original	Count	1,00	9	15	8	8	40
		2,00	2	10	1	2	15
		3,00	1	5	8	1	15
		4,00	0	2	7	11	20
	%	1,00	22,5	37,5	20,0	20,0	100,0
		2,00	13,3	66,7	6,7	13,3	100,0
		3,00	6,7	33,3	53,3	6,7	100,0
		4,00	,0	10,0	35,0	55,0	100,0

a. 42,2% of original grouped cases correctly classified.

5. melléklet: A hagyományos és szervezeti megközelítési módokat integráló kombinált diszkriminancia modell eredménye

Summary of Canonical Discriminant Functions

Eigenvalues

Function	Eigenvalue	% of Variance	Cumulative %	Canonical Correlation
1	6,817 ^a	49,6	49,6	,934
2	5,310 ^a	38,6	88,2	,917
3	1,617 ^a	11,8	100,0	,786

a. First 3 canonical discriminant functions were used in the analysis.

Wilks' Lambda

Test of Function(s)	Wilks' Lambda	Chi-square	df	Sig.
1 through 3	,008	80,197	75	,320
2 through 3	,061	46,269	48	,544
3	,382	15,873	23	,861

Standardized Canonical Discriminant Function Coefficients

	Function		
	1	2	3
DRISK	1,389	,160	,342
ACGDPD	,057	-,960	,624
TCGDPBTD	-,333	,114	,159
EXRBTRA	-2,102	,833	-,170
DICE	-1,690	,281	,841
INDREL	2,050	,580	-,036
ALI1NC	-1,029	-4,454	-,261
ALI2NC	1,386	4,584	-,141
ALI3NC	-,427	-1,440	1,121
ALI4NC	-,260	1,129	-,008
ALE1NC	-1,231	,437	-,664
ALE2NC	2,209	1,673	-,024
ALE3NC	1,483	-,245	,122
ALE4NC	3,716	-2,305	1,082
ARETNC	,292	-2,533	,130
AINTC	-,213	5,714	-,957
AIATNC	-1,059	1,503	-,304
AWCTNC	,706	-1,414	,629
DTNI	-,282	,697	,270
LANGCOR	-,708	-3,335	,542
MINSHARE	2,233	3,437	-,818
DISTANCE	1,102	-,406	,238
DPEE	1,374	-1,079	,721
CULTDIFF	-2,842	-1,311	,221
PEFACDIF	-,436	-1,215	,067

Structure Matrix

	Function		
	1	2	3
EXRBTRA	-,238*	,046	,068
CULTDIFF	-,179*	-,011	-,041
ALE2NC	-,110*	,085	,062
ACGDPD	-,087*	-,040	-,076
AWCTNC	-,085*	,059	,046
TCGDPBTD	,060*	-,005	,033
LANGCOR	,059*	-,025	-,018
DPEE	-,055*	-,028	,046
ALI1NC	-,023*	,009	,001
ALI4NC	-,030	,362*	-,055
DTNI	,148	,226*	,150
DISTANCE	,152	,217*	,151
ALI2NC	-,008	,205*	-,063
AINTNC	,040	-,179*	,075
AIATNC	-,128	,170*	-,138
INDREL	,121	-,160*	-,008
DRISK	-,007	,089*	-,047
ALE4NC	-,031	-,035*	,020
ALI3NC	-,006	-,163	,447*
DICE	-,014	,072	,396*
ALE3NC	-,082	,069	,269*
ARETNC	,035	,068	-,234*
ALE1NC	-,119	,083	-,149*
PEFACDIF	,048	-,013	-,052*
MINSHARE	,000	,003	-,023*

Pooled within-groups correlations between discriminating variables and standardized canonical discriminant functions
Variables ordered by absolute size of correlation within function.

*. Largest absolute correlation between each variable and any discriminant function

Canonical Discriminant Function Coefficients

	Function		
	1	2	3
DRISK	,249	,029	,061
ACGDPD	,087	-1,473	,957
TCGDPBTD	-,438	,150	,210
EXRBTRA	-,088	,035	-,007
DICE	-,912	,152	,454
INDREL	,073	,021	-,001
ALI1NC	-2,743	-11,876	-,695
ALI2NC	2,764	9,145	-,281
ALI3NC	-2,626	-8,851	6,891
ALI4NC	-2,720	11,822	-,083
ALE1NC	-5,810	2,065	-3,134
ALE2NC	,208	,158	-,002
ALE3NC	2,275	-,376	,186
ALE4NC	,585	-,363	,170
ARETNC	,120	-1,044	,053
AINTNC	-,008	,214	-,036
AATNC	-,692	,983	-,199
AWCTNC	,029	-,058	,026
DTNI	-,037	,092	,036
LANGCOR	-1,343	-6,325	1,027
MINSHARE	4,558	7,015	-1,669
DISTANCE	,000	,000	,000
DPEE	,208	-,164	,109
CULTDIFF	-2,323	-1,072	,180
PEFACDIF	-,265	-,736	,041
(Constant)	-4,548	-3,348	,462

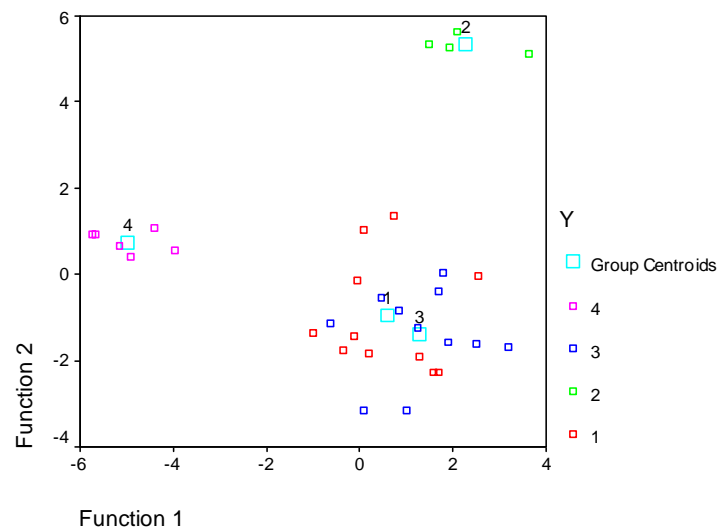
Unstandardized coefficients

Functions at Group Centroids

Y	Function		
	1	2	3
1,00	,599	-,960	-1,528
2,00	2,281	5,332	,118
3,00	1,281	-1,394	1,312
4,00	-4,967	,761	,318

Unstandardized canonical discriminant
functions evaluated at group means

Canonical Discriminant Functions



Classification Results^a

		Predicted Group Membership				Total
		1,00	2,00	3,00	4,00	
Original	Count					
	1,00	11	0	0	0	11
	2,00	0	4	0	0	4
	3,00	1	0	10	0	11
	4,00	0	0	0	6	6
	%					
	1,00	100,0	,0	,0	,0	100,0
	2,00	,0	100,0	,0	,0	100,0
	3,00	9,1	,0	90,9	,0	100,0
	4,00	,0	,0	,0	100,0	100,0

a. 96,9% of original grouped cases correctly classified.

6. melléklet: A szervezeti megközelítési módra épülő regressziós modell eredménye

MODEL 1: OLS estimates using the 32 observations 1-32
 Dependent variable: ATBAHR

	VARIABLE	COEFFICIENT	STDERROR	T STAT	2Prob(t > T)
0)	const	-5.0958	11.8052	-0.432	0.669840
24)	DTNI	2.3386	0.8226	2.843	0.008987 ***
25)	LANGCOR	73.7759	36.8847	2.000	0.056920 *
26)	MINSHARE	-101.7835	46.6319	-2.183	0.039074 **
27)	DISTANCE	0.0033	0.0018	1.814	0.082234 *
28)	DPEE	3.6290	1.6084	2.256	0.033440 **
29)	CULTDIFF	21.8115	9.2389	2.361	0.026696 **
30)	PEFACDIF	13.9886	7.4611	1.875	0.073032 *

Mean of dep. var.	-2.358	S.D. of dep. variable	36.849
Error Sum of Sq (ESS)	23129.2245	Std Err of Resid. (sgmahat)	31.0438
Unadjusted R-squared	0.451	Adjusted R-squared	0.290
F-statistic (7, 24)	2.8111	p-value for F()	0.027492
Durbin-Watson stat.	1.927	First-order autocorr. coeff	0.007

MODEL SELECTION STATISTICS

SGMASQ	963.718	AIC	1191.68	FPE	1204.65
HQ	1345.58	SCHWARZ	1719.09	SHIBATA	1084.18
GCV	1284.96	RICE	1445.58		

7. melléklet: A hagyományos megközelítési módra épülő regressziós modell eredménye

MODEL 2: OLS estimates using the 32 observations 1-32
Dependent variable: ATBAHR

	VARIABLE	COEFFICIENT	STDERROR	T STAT	2Prob(t > T)
0)	const	-46.6940	86.4713	-0.540	0.598330
6)	DRISK	1.6827	1.3309	1.264	0.228309
7)	ACGDPD	-3.4586	15.9741	-0.217	0.831948
8)	TCGDPBTD	-0.3784	10.0726	-0.038	0.970604
9)	EXRBTRA	-0.1078	0.3671	-0.294	0.773546
10)	DICE	-2.5509	4.1749	-0.611	0.551726
11)	INDREL	0.4404	0.2334	1.886	0.081773 *
12)	ALI1NC	33.3001	56.0351	0.594	0.562530
13)	ALI2NC	-40.1800	43.0488	-0.933	0.367647
14)	ALI3NC	-176.6279	89.2519	-1.979	0.069400 *
15)	ALI4NC	711.1008	150.8057	4.715	0.000404 ***
16)	ALE1NC	-11.5496	50.5873	-0.228	0.822957
17)	ALE2NC	2.4604	2.3975	1.026	0.323497
18)	ALE3NC	29.7473	22.1662	1.342	0.202561
19)	ALE4NC	-4.5676	2.9991	-1.523	0.151708
20)	ARETNC	-16.1042	10.2119	-1.577	0.138808
21)	AINTC	3.6170	1.0317	3.506	0.003871 ***
22)	AIATNC	-2.8425	5.6913	-0.499	0.625808
23)	AWCTNC	-0.3753	0.4768	-0.787	0.445413
Mean of dep. var.					
		-2.358	S.D. of dep. variable		36.849
Error Sum of Sq (ESS)		8491.0115	Std Err of Resid. (sgmahat)		25.5569
Unadjusted R-squared		0.798	Adjusted R-squared		0.519
F-statistic (18, 13)		2.85809	p-value for F()		0.029582
Durbin-Watson stat.		1.929	First-order autocorr. coeff		0.035

MODEL SELECTION STATISTICS

SGMASQ	653.155	AIC	870.03	FPE	1040.97
HQ	1160.96	SCHWARZ	2077.27	SHIBATA	580.44
GCV	1607.77	RICE	undefined		

Excluding the constant, p-value was highest for variable 8 (TCGDPBTD)

8. melléklet: A hagyományos és szervezeti megközelítési módokat integráló regressziós modell eredménye

MODEL 3: OLS estimates using the 32 observations 1-32
Dependent variable: ATBAHR

	VARIABLE	COEFFICIENT	STDERROR	T STAT	2Prob(t > T)
0)	const	-147.2887	97.8813	-1.505	0.183087
6)	DRISK	1.8982	1.6550	1.147	0.295075
7)	ACGDPD	2.4712	17.4309	0.142	0.891903
8)	TCGDPBTD	3.5665	11.4515	0.311	0.766001
9)	EXRBTRA	0.1167	0.4376	0.267	0.798665
10)	DICE	-7.8505	6.1980	-1.267	0.252243
11)	INDREL	0.8505	0.3660	2.324	0.059139 *
12)	ALI1NC	56.3385	80.9440	0.696	0.512463
13)	ALI2NC	-36.8431	67.0134	-0.550	0.602314
14)	ALI3NC	-210.1105	109.9297	-1.911	0.104517
15)	ALI4NC	877.0198	246.8676	3.553	0.012034 **
16)	ALE1NC	3.4610	63.3590	0.055	0.958210
17)	ALE2NC	5.8226	3.1802	1.831	0.116847
18)	ALE3NC	13.8350	26.2569	0.527	0.617160
19)	ALE4NC	-6.7925	4.0633	-1.672	0.145624
20)	ARETNC	-20.9591	12.8832	-1.627	0.154892
21)	AINTNC	5.3129	1.7702	3.001	0.023968 **
22)	AIATNC	-7.3491	6.4493	-1.140	0.297929
23)	AWCTNC	-0.3539	0.8014	-0.442	0.674194
24)	DTNI	0.0515	1.3912	0.037	0.971646
25)	LANGCOR	-94.7351	66.1883	-1.431	0.202304
26)	MINSHARE	122.5893	87.5932	1.400	0.211175
27)	DISTANCE	0.0022	0.0033	0.680	0.521594
28)	DPEE	-0.5615	2.3957	-0.234	0.822486
29)	CULTDIFF	-22.0418	18.6090	-1.184	0.281016
30)	PEFACDIF	-6.7487	10.6913	-0.631	0.551164
Mean of dep. var.		-2.358	S.D. of dep. variable		36.849
Error Sum of Sq (ESS)		3660.7522	Std Err of Resid. (sgmahat)		24.7007
Unadjusted R-squared		0.913	Adjusted R-squared		0.551
F-statistic (25, 6)		2.51963	p-value for F()		0.126057
Durbin-Watson stat.		1.657	First-order autocorr. coeff		0.148
MODEL SELECTION STATISTICS					
SGMASQ	610.125	AIC	580.964	FPE	1105.85
HQ	862.16	SCHWARZ	1911.41	SHIBATA	300.296
GCV	3254	RICE	undefined		

Excluding the constant, p-value was highest for variable 24 (DTNI)

9. melléklet: A javított kombinált regressziós modell első változatának eredménye

MODEL 2: OLS estimates using the 32 observations 1-32
Dependent variable: ATBAHR

	VARIABLE	COEFFICIENT	STDERROR	T STAT	2Prob(t > T)
0)	const	-148.1672	87.9321	-1.685	0.135854
6)	DRISK	1.8939	1.5287	1.239	0.255293
7)	ACGDPD	2.5171	16.0989	0.156	0.880167
8)	TCGDPBTD	3.7255	9.8309	0.379	0.715956
9)	EXRBTRA	0.1205	0.3939	0.306	0.768565
10)	DICE	-7.9689	4.9175	-1.621	0.149152
11)	INDREL	0.8554	0.3157	2.709	0.030230 **
12)	ALI1NC	58.0967	60.7186	0.957	0.370529
13)	ALI2NC	-38.4132	48.0693	-0.799	0.450480
14)	ALI3NC	-210.8237	100.2142	-2.104	0.073465 *
15)	ALI4NC	882.2604	187.3434	4.709	0.002185 ***
16)	ALE1NC	2.7684	56.0542	0.049	0.961990
17)	ALE2NC	5.8498	2.8654	2.041	0.080535 *
18)	ALE3NC	13.8658	24.2998	0.571	0.586104
19)	ALE4NC	-6.7961	3.7613	-1.807	0.113738
20)	ARETNC	-20.9495	11.9264	-1.757	0.122416
21)	AINTNC	5.3193	1.6312	3.261	0.013846 **
22)	AIATNC	-7.4401	5.5220	-1.347	0.219846
23)	AWCTNC	-0.3419	0.6782	-0.504	0.629638
25)	LANGCOR	-95.6540	56.8206	-1.683	0.136166
26)	MINSHARE	123.9322	73.8363	1.678	0.137151
27)	DISTANCE	0.0023	0.0021	1.110	0.303680
28)	DPEE	-0.5527	2.2073	-0.250	0.809475
29)	CULTDIFF	-22.4111	14.5506	-1.540	0.167404
30)	PEFACDIF	-6.8222	9.7272	-0.701	0.505723
Mean of dep. var.					
		-2.358	S.D. of dep. variable		36.849
Error Sum of Sq (ESS)					
		3661.5898	Std Err of Resid. (sgmahat)		22.8710
Unadjusted R-squared					
		0.913	Adjusted R-squared		0.615
F-statistic (24, 7)					
		3.06128	p-value for F()		0.065813
Durbin-Watson stat.					
		1.647	First-order autocorr. coeff		0.153

MODEL SELECTION STATISTICS

SGMASQ	523.084	AIC	545.89	FPE	931.744
HQ	797.903	SCHWARZ	1715.61	SHIBATA	293.213
GCV	2391.24	RICE	undefined		

Excluding the constant, p-value was highest for variable 16 (ALE1NC)

10. melléklet: A javított kombinált regressziós modell végső változatának eredménye

MODEL 8: OLS estimates using the 32 observations 1-32
Dependent variable: ATBAHR

VARIABLE		COEFFICIENT	STDERROR	T STAT	2Prob(t > T)	
0)	const	-145.4001	42.8745	-3.391	0.004822	***
6)	DRISK	2.3062	0.9253	2.492	0.026976	**
10)	DICE	-10.1539	2.9728	-3.416	0.004602	***
11)	INDREL	0.7539	0.2013	3.746	0.002445	***
12)	ALI1NC	60.9088	34.9220	1.744	0.104717	
13)	ALI2NC	-45.6008	28.5372	-1.598	0.134068	
14)	ALI3NC	-182.2778	42.3198	-4.307	0.000852	***
15)	ALI4NC	804.8542	95.8075	8.401	0.000001	***
17)	ALE2NC	5.2818	1.4291	3.696	0.002691	***
18)	ALE3NC	24.6994	12.6966	1.945	0.073682	*
19)	ALE4NC	-5.0757	1.1263	-4.506	0.000590	***
20)	ARETNC	-16.9343	4.4214	-3.830	0.002085	***
21)	AINTC	4.6408	0.6765	6.860	0.000012	***
22)	AIATNC	-7.8570	3.7419	-2.100	0.055842	*
25)	LANGCOR	-78.8235	27.0399	-2.915	0.012054	**
26)	MINSHARE	112.3345	37.2964	3.012	0.010006	**
27)	DISTANCE	0.0026	0.0011	2.419	0.030960	**
29)	CULTDIFF	-23.5664	8.5293	-2.763	0.016133	**
30)	PEFACDIF	-7.3043	4.3726	-1.670	0.118716	
Mean of dep. var.		-2.358	S.D. of dep. variable		36.849	
Error Sum of Sq (ESS)		3990.7879	Std Err of Resid. (sgmahat)		17.5209	
Unadjusted R-squared		0.905	Adjusted R-squared		0.774	
F-statistic (18, 13)		6.89544	p-value for F()		0.000502	
Durbin-Watson stat.		1.801	First-order autocorr. coeff		0.084	
MODEL SELECTION STATISTICS						
SGMASQ		306.984	AIC	408.915	FPE	489.255
HQ		545.652	SCHWARZ	976.318	SHIBATA	272.808
GCV		755.652	RICE	undefined		

Excluding the constant, p-value was highest for variable 13 (ALI2NC)

11. melléklet: A javított kombinált regressziós modell 8. változatának eredménye

MODEL 9: OLS estimates using the 32 observations 1-32
Dependent variable: ATBAHR

	VARIABLE	COEFFICIENT	STDERROR	T STAT	2Prob(t > T)
0)	const	-162.9904	43.6757	-3.732	0.002232 ***
6)	DRISK	2.5525	0.9617	2.654	0.018871 **
10)	DICE	-10.9793	3.0857	-3.558	0.003150 ***
11)	INDREL	0.8227	0.2072	3.970	0.001395 ***
12)	ALI1NC	10.3639	15.5986	0.664	0.517219
14)	ALI3NC	-169.5637	43.8105	-3.870	0.001698 ***
15)	ALI4NC	723.9335	85.7237	8.445	0.000001 ***
17)	ALE2NC	5.7903	1.4685	3.943	0.001472 ***
18)	ALE3NC	25.3446	13.3756	1.895	0.078956 *
19)	ALE4NC	-4.4726	1.1185	-3.999	0.001319 ***
20)	ARETNC	-17.2152	4.6565	-3.697	0.002392 ***
21)	AINTNC	4.8386	0.7011	6.902	0.000007 ***
22)	AIATNC	-6.4957	3.8405	-1.691	0.112896
25)	LANGCOR	-88.2524	27.8137	-3.173	0.006775 ***
26)	MINSHARE	125.7831	38.2972	3.284	0.005428 ***
27)	DISTANCE	0.0021	0.0011	1.923	0.075089 *
29)	CULTDIFF	-28.0604	8.4873	-3.306	0.005198 ***
30)	PEFACDIF	-8.8647	4.4925	-1.973	0.068546 *

Mean of dep. var.	-2.358	S.D. of dep. variable	36.849
Error Sum of Sq (ESS)	4774.6449	Std Err of Resid. (sgmahat)	18.4674
Unadjusted R-squared	0.887	Adjusted R-squared	0.749
F-statistic (17, 14)	6.43665	p-value for F()	0.000525
Durbin-Watson stat.	1.762	First-order autocorr. coeff	0.096

MODEL SELECTION STATISTICS

SGMASQ	341.046	AIC	459.592	FPE	532.884
HQ	604.033	SCHWARZ	1048.19	SHIBATA	317.066
GCV	779.534	RICE	undefined		

Excluding the constant, p-value was highest for variable 12 (ALI1NC)

12. melléklet: Az ellenkező előjelű regressziós együtthatóval rendelkező magyarázó változók korrelációs mátrixa

Correlations										
		ALI2NC	ALI4NC	ARETNC	AIATNC	LANGCOR	AINTNC	MINSHAR E	ALI1NC	ALI3NC
ALI2NC	Pearson Correlation	1,000	,657**	-,333	,474**	,236	-,628**	,250	,796**	-,072
	Sig. (2-tailed)		,000	,062	,006	,193	,000	,167	,000	,696
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32
ALI4NC	Pearson Correlation	,657**	1,000	,164	,392*	,217	-,739**	,253	,194	-,243
	Sig. (2-tailed)	,000		,370	,026	,233	,000	,162	,289	,180
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32
ARETNC	Pearson Correlation	-,333	,164	1,000	-,246	-,098	-,053	-,095	-,631**	-,637**
	Sig. (2-tailed)	,062	,370		,174	,592	,774	,605	,000	,000
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32
AIATNC	Pearson Correlation	,474**	,392*	-,246	1,000	-,212	-,505**	-,123	,509**	-,138
	Sig. (2-tailed)	,006	,026	,174		,244	,003	,504	,003	,453
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32
LANGCOR	Pearson Correlation	,236	,217	-,098	-,212	1,000	-,114	,885**	,067	,219
	Sig. (2-tailed)	,193	,233	,592	,244		,533	,000	,714	,228
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32
AINTNC	Pearson Correlation	-,628**	-,739**	-,053	-,505**	-,114	1,000	-,160	-,319	,285
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,774	,003	,533		,382	,075	,114
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32
MINSHARE	Pearson Correlation	,250	,253	-,095	-,123	,885**	-,160	1,000	,058	,157
	Sig. (2-tailed)	,167	,162	,605	,504	,000	,382		,753	,390
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32
ALI1NC	Pearson Correlation	,796**	,194	-,631**	,509**	,067	-,319	,058	1,000	,216
	Sig. (2-tailed)	,000	,289	,000	,003	,714	,075	,753		,235
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32
ALI3NC	Pearson Correlation	-,072	-,243	-,637**	-,138	,219	,285	,157	,216	1,000
	Sig. (2-tailed)	,696	,180	,000	,453	,228	,114	,390	,235	
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

13. melléklet: A disszertációhoz kapcsolódó adatokat tartalmazó CD

19. HIVATKOZÁSOK JEGYZÉKE

- Abraham J-P., Dijcke P. V. [2002]: European Financial Cross-Border Consolidation: At the crossroads in Europe? By exception, evolution or revolution? Ente per GLI Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi. Quaderni di Ricerche No. 25 Brussels-Leuven.
- Agrawal A., Jaffe J. F. [2000]: The Post-Merger Performance Puzzle. In C. Cooper, A. Gregory, eds., *Advances in Mergers and Acquisitions*. Amsterdam, Elsevier Science. pp.7-41
- Amihud Y., DeLong G. L., Sauders A. [2002]: The Effects of Cross-Border Bank Mergers on Bank Risk and Value. <http://papers.ssrn.com>
- Amihud Y. et al. [2001]: *The Geographic Location of Risk and Cross-Border Bank Mergers*. New York University, New York.
- Anand J., Singh H. [1997]: Asset redeployment acquisitions and corporate strategy in declining industries. *Strategic Management Journal* 18, S1 pp. 99-118
- Anand J., Capron L., Mitchel W. [1999]. Effects of geographical scope on post-acquisition resource redeployment and performance. University of Michigan Business School. MI U.S.
- Balogh L. [2003]: *Döntésemleges adórendszerek elméletben és gyakorlatban*. Ph.D. disszertáció BKÁE.
- Baker R.D., Limmack R.J. [2001]: UK takeovers and acquiring company wealth change: the impact of survivorship and other potential biases on post outcome performance. Working Paper, University of Sterling
- BCG. [2000]. *Crossing Borders: European mergers and acquisitions*. BCG Report. The Boston Consulting Group Inc. www.bcg.com Boston.
- Berecz K. [2001]: *Fúziók és felvásárlások Magyarországon Bank és Tőzsde 2001*. 9. évf. 2. köt. 34. szám pp. 8.
- Bessler W., Murtagh J. P. [2002]: *The Stock Market Reaction to Cross-border Acquisition of Financial Services Firms: An Analysis of Canadian Banks*
- Bélyácz I. [2003a]: *Az összeolvadás-értékelés menedzseri megfontolásai*. BKÁE PhD. MVP II. előadás kézírata 2003. Budapest.

-
- Bélyácz I. [2003b]: Az akvizíciók osztályozása. BKÁE PhD. MVP II. előadás kézírata 2003. Budapest.
- Bélyácz I. [2003c]: Akvizíció értékelés. BKÁE PhD. MVP II. előadás kézírata 2003. Budapest.
- Bélyácz I. [2003d]: Mergers, LBOs and Divestitures. BKÁE PhD. MVP II. előadás kézírata 2003. Budapest.
- Bild M. et al. [2002]: Do takeovers create value? A residual income approach on U.K. data. ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 252. Cambridge.
- Bjorvatn K. [2001]: On the profitability of cross-border mergers. Norwegian School of Economics and Business Administration, Department of Economics Bergen
- Black E. L., Carnes T. A., Jandik T. [2001]: The long term success of cross-border mergers and acquisitions. Social Science Research Network Electronic Paper Collection: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=270288
- Bleeke J., Ernst D. [1995]: Is Your Strategic Alliance Really a Sale? Harvard Business Review Jan. – Feb. 1995, pp. 97-105.
- Brealy-Myers. [1994]: Modern vállalati pénzügyek I, II. Panem Kft. Budapest, 1994.
- Bris A., Cabolis Ch. [2002]: Corporate governance convergence by contract: Evidence from cross-border mergers. Yale IFC Working Paper No. 02-32. http://ssrn.com/abstract_id=321101
- Brody A. [1990]: Mennyi az ennyi? Bevezetés a gazdasági mérés elméletébe. Közgazdasági Szemle, 37. évf. 5.sz. pp. 521-537.
- Bruner R. F. [2002]: Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. Social Science Research Network Electronic Paper Collection. <http://papers.ssrn.com/abstract=286054> Darden Graduate School of Business Administration University of Virginia. Working Paper 01-23
- Buch C. M., DeLong G. [2002]: Cross-Border Bank Mergers: What Lures the Rare Animal? Kiel Institute of World Economics 2002 Kiel.
- Buckland R. [2002]: Corporate financial management. South-Western College

-
- Carper WB. [1990]: Corporate acquisitions and shareholder wealth: A review and exploratory analysis. *Journal of Management*. 16 (4) pp. 807-823.
- Cartwright S., Cooper C. L., Jordan J. [1995]: Managerial Preferences in International Mergers and Acquisitions partners. *Journal of Strategic Change* 1995. 4. pp. 263-269.
- Clerc P. [1999]: Managing the Cultural Issue of Merger and Acquisition. The Renault-Nissan case. International Business Master Thesis No. 1999:32, Graduate Business School, School of Economics and Commercial Law, Göteborg University. Göteborg
- Colombo G., Conca V. [1999]: International acquisitions: The key to success in the experience of Italian companies, Bocconi University, Milan
- Conlinsk J. [1996]: Why bounded nationality? *Journal of Economic Literature*, Vol. 34., Issue 2., June, pp. 669-701.
- Conn R.L., Connell F. [1990]: International Mergers: Returns to U.S. and British Firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 17, No. 5, pp. 689-711.
- Conn Ch., Cosh A., Guest P., Hughes A. [2001]: Long-run share performance of U.K. firms engaging in cross-border acquisitions. ESCR Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 214
- Czehlár I. [2000]: Vállalatértékelés a fúziókkal és felvásárlásokkal kapcsolatos döntési folyamatban, *Külgazdaság* 2000. 44. évf. 2. köt. 10. sz. pp. 20-28.
- Csáki Gy. et al [2001]: A felvásárlások és összeolvadások alakulása Magyarországon. Műhelytanulmány GKI Gazdaságkutató Rt., Ernst & Young. szerk. Akar László.
- Danbolt J. [2001]: Cross-border acquisitions into the UK – An analysis of target company returns. University of Glasgow Department of Accounting and Finance. Glasgow.
- Datta K.D., Puia G. [1995]: Cross-border acquisitions: An examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in US acquiring firms. *Management International Review*, 35, pp. 337-359.

-
- Deloitte & Touch. [2000]: Solving the Merger Mystery: Maximizing the Payoff of Mergers and Acquisitions. Deloitte Consulting LLC. www.dc.com/services/mergers/index.asp.
- DeLong, G., [2001]: Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers, *Journal of Financial Economics*, Vol. 59, No. 2, pp. 221-252.
- Dewenter, K. L. [1995]: Does the market react differently to domestic and foreign takeover announcements? Evidence from the U.S. chemical and retail industries. *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 421-441.
- Dezse M. [2001]: Vállalatfelvásárlások és egyesülések Közép-Európában 2000. PricewaterhouseCoopers, www.pwcglobal.com/cf p. 2.
- Dezse M. [2000]: Central European Mergers & Acquisitions Survey. PricewaterhouseCoopers, 2000 April Budapest.
- Dezse M. [2001]: Central & Eastern European Mergers & Acquisitions Survey. Weathering the downturn. PricewaterhouseCoopers 2001 Budapest.
- Down J. W. [1995]: The M&A Game is Often Won or Lost after the Deal, *Management Review Executive Forum*, 10.
- di Giovanni J. [2002]: What Drives Capital Flows? The Case of Cross-Border M&A Activity and Financial Deepening. Institute of Business and Economic Research, Center for International and Development Economics Research No. C01-122 University of California, Berkeley. <http://repositories.cdlib.org/iber/C01-122>
- Eckbo B. E., Thorburn K. S. [2000]: Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 35, pp. 1-25.
- Edwards T. [1998]: The industrial relations impact of cross-border mergers and acquisitions. IRRU, Warwick Business School, United Kingdom, UK9812164F.
- EEC. [1991]: EEC Merger Control reporter. Kluwer 1991.
- Evenet S. J. [2003]: The cross border mergers and acquisitions wave of the late 1990s. NBER Working Paper Series. Cambridge. Working Paper 9655. <http://www.nber.org/papers/w9655>
-

-
- Fazakas G., Gáspár B., Soós R. [2003]: Bevezetés a pénzügyi és vállalati pénzügyi számításokba. Tanszék Kft. Kiadó, Budapest 2003.
- Finkelstein S. [1999]: Safe ways to cross the merger minefield. Cross-Border Mergers and Acquisitions. Financial Times Mastering Global Business 1999 pp. 119-123. Financial Times Pitman Publishing, London.
- Friedman M. [1953]: Essays in positive economics. The University of Chicago Press, pp. 3-43.
- Gáspár Bencéné V. K. [1999]: A számítógépes hálózatok hatása a gazdasági életre. PhD értekezés. BKE, Budapest 1999.
- GKI-Ernst & Young. [2001]: Felvásárlások és összeolvadások Magyarországon 2001. <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=11505>
- Goergen M., Renneboog L. [2002]: Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids. CentER Discussion paper No. 2002-05, ISSN 0924-7815
- Goddard L. [2000]: Preparing a Business for the Big Day. M&A Insider, Fall 2000 Vol. 6. No. 3, Atlanta USA.
- Gomes-Casseres B. [1994]: Group Versus Group: How Alliance Networks Compete. Harvard Business Review (Jul.-Aug.), 1994. pp. 62-74.
- Gonzalez P. et al. [1998]: Cross-Border Mergers and Acquisitions: The Undervaluation Hypothesis. The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 38, No. 1, pp. 25-45.
- Gonzalez P. et al. [1997]: Cross-border mergers and acquisitions: Maximizing the value of the firm. Applied Financial Economics, 1997, 7, pp. 295-305.
- Gugler K., et al. [2000]: The effects of mergers: An international comparison. Working Paper, University of Viena.
- Gupta D., Gerchak Y. [2001]: Quantifying Operational Synergies in a Merger/Acquisition. University of Minnesota Department of Mechanical Engineering. Minneapolis USA
- Gyulay T., Németh G. [2003]: A szervezeti kultúra szerepe egyesülési és felvásárlási folyamatokban, Vezetéstudomány 2003. 34. évf. 7-8. szám pp. 39-49.

-
- Haleblian J., Finkelstein S. [1999]: The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective. *Administrative Science Quarterly*, No. 44, pp. 29 - 56.
- Harrington D. R. [1995]: *Vállalatok pénzügyi elemzése*. Kossuth Könyvkiadó Budapest 1995.
- Heidrich B. [2002]: Eladó a menyasszony? Vállalati összeolvadások és felvásárlások kulturális kihívásai. *Vezetéstudomány*. 33 évf. 5 szám, pp. 11-21.
- Healy P. et al [1992]: Does Corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics* No. 31, pp. 135-176.
- Hitt M. A., Tyler B. B. [1991]: Strategic decision models: Integrating different perspectives. *Strategic Management Journal*, Vol. 12, pp. 327-351.
- Hitt et al [1998]: Current and Future Research Methods in Strategic Management. *Organisational Research Methods*, Vol. 1 No. 1, pp. 6-44 pp.
- Hudec A. J. [1998]: Structuring Cross-Border Acquisitions: Exchangable Shares.
- Chikán A. [1994]: *Vállalatgazdaágtan*. KJK - Aula Kiadó Budapest.
- Child J., Faulkner D. [1998]: *Strategies of Cooperation*. Oxford University Press
- Ietto-Gillies G., Meschi M., Simonetti R. [2000]: Cross-border mergers and acquisitions: Patterns in the EU and effects, European Commission TSER <http://meritbbs.unimaas.nl/tser/tser.html>
- International. [1986]: *International Mergers and Acquisitions*. Euromoney Publications 1986
- Jansen S. A. [2000]: Pre- and Post Merger-Integration in Cross Border Transactions: Trends, Tools, Theses and Empirical tests of Old and New Economy Deals, Institute for Mergers & Acquisitions Universität Witten/Herdecke
- Jansen S. A., Petersen J. [2000]: Mythos „Merger-Misserfolg“? Prozedere, Probleme und Potentiale der Erfolgsmessung von Unternehmenszusammenschlüssen, *M&A REVIEW*, 12/2000, pp. 470 - 475.
- Jindra M. [2002]: Synergy in Mergers & Acquisitions, Theory and Practice in Central Europe. CESP, VŠE Prague October 24 2002.
-

-
- Karsai J. [1991]: "Hiteles" vezetők: MBO-ügyletek külföldi és hazai tapasztalatai
Közgazdasági Szemle. 38. 1991. 9. pp. 872-887.
- Karsai J. [1993a]: Management buy-out - külföldön és itthon. Külgazdaság 37.
1993. 2. pp. 26-33.
- Karsai J. [1993b]: A vezetői kivásárlások (MBO) külföldi és hazai tapasztalatai / . -
Kand. érték. ; [Magyar Tudományos Akadémia Tudományos Minősítő
Bizottság], (Bp.), 1993 Disszertáció
- Karsai J. [1994]: Hiányoznak a kockázatvállalásra kész szereplők: Vezetői
kivásárlások Magyarországon, Közgazdasági Szemle. 41. 1994. 2. pp.
93-109.
- Keaney T. [2001]: Industry Consolidation in Era of Globalization: Depositary
Receipt Considerations for Cross-Border Mergers & Acquisition. The
Bank of New York, ADR department New York.
- Kerékgyártó Gy., Mundruczó Gy. [1995]: Statisztikai módszerek a gazdasági
elemzésben. BKÁE, AULA Kiadó Budapest 1995.
- Kerékgyártó Gy., Mundruczó Gy., Sugár A. [2001]: Statisztikai módszerek és
alkalmazásuk a gazdasági, üzleti elemzésekben. BKÁE, AULA Kiadó
Budapest 2001.
- King D. R. [2002]: The State of Post Acquisition Performance Literature: Where
to from Here? Indiana University at Bloomington School of Business
Academy of Management Interactive Paper
- Kiyamaz H., Mukherjee T. K. [2000]: The Impact of Country Diversification on
Wealth Effects in Cross-Border Mergers. The Financial Review 35: pp.
37-58
- Kiyamaz H., Mukherjee T. K. [2001]: Parameter shifts when measuring wealth
effects in cross-border mergers. Global Finance Journal 12, 2001. pp
249-266.
- Kleinert J., Klodt H. [2002]: Causes and Consequences of Merger Waves. Kiel
Working Paper No. 1092. Kiel Institute of World Economics Kiel.
- Komor E., Sztanó I. [1996]: Cégátvilágítás. Gordiusz Holding 1996.

-
- Lall S. [2002]: Implications of Cross-Border Mergers and Acquisitions by TNCs in Developing Countries: A Beginner's Guide. QEH Working Paper Series- QEHWPPS88 Working Paper No. 88. University of Oxford.
- Le Blanc G., Corteel D. [2001]: Are Cross-Border Mergers paving the Way to European Firms and Institutions? Evidence from Franco-German Case Studies. Cerna Ecole des Mines de Paris & London School of Economics – WZB Berlin
- Lengyel Z. [2001]: Vállalatfelvásárlások szabályozása: Mi a baj? Bank és tőzsde, 2001. 9. évf. 1. kötet. 4. sz. pp. 13.
- Liebner A. [1999]: A vállalatmegvesztések egyik sikertényezője: Gazdálkodás az emberi erőforrásokkal Humánpolitikai Szemle 1999. 10. évf. 10. szám pp. 76-82.
- MacLagan B., Penny K. [2003]: Cross border share exchange transactions involving Canadian corporations. Department of Finance, Canada. 50284851.7
- Madura J. et al. [1991]: A Valuation Model for International Acquisitions. Management Decision, Vol. 29 No. 4, 1991 pp. 31-38.
- Madura, J., White A. [1990]: Diversification Benefits of Direct Foreign Investment. Management International Review, Vol. 30, pp. 73-85.
- Maquiera et al. [1998]: Wealth creation versus wealth redistribution in pure stock exchange mergers Journal of Financial Economics Vol. 48, pp. 3-33.
- Marconnet D. [2002]: M&A Multiples: A Key to Value or a Distraction? M&A Insider, Summer 2002 Vol. 8. No. 2. pp: 1-2.
- Marks M. L. [2000]: Making Mergers & Acquisitions Work: Managing the Human, Cultural & Organizational Issues. M&A Insider, Spring 2000 Vol. 6. No. 1. pp. 1-2
- Meggison W. Morgan A. Nail L. [2000]: Changes in Corporate Focus, Ownership structure and Long-run merger Returns. Working Paper. University of Alabama.
- Meszéna Gy. [2003]: Többváltozós adatelemzés matematikai statisztikai módszerei. PhD kurzus előadás jegyzetei. BKÁE Budapest.

-
- Mody A., Negishi S. [2000]: Cross-Border Mergers and Acquisitions in East Asia: Trends and Implications. World Bank's Foreign Investment Advisory Service PREM Network seminar. World Bank, Washington 2000.
- Molnár M. [2000]: Vállalatfelvásárlások és -összeolvadások Vezetéstudomány 2000. 31. évf. 2. köt. 7-8. sz. pp. 44-58.
- Morck R., Yeung B. [1991]: Foreign Acquisitions: When do they make sense? Managerial Finance. Vol. 17. pp. 10-18.
- Nahavandi A., Malekzadeh A. R. [1993]: Organizational Culture in the Management of Mergers, Quorum Books 1993.
- Norbäck P. J., Persson L. [2001]: Investment Liberalization – Who Benefits from Cross-Border Mergers & Acquisitions? IUI, The Research Institute of Industrial Economics Working Paper No. 569, 2001 Stockholm
- OECD. [2001]: New Patterns of Industrial Globalization: Cross-border Mergers and Acquisitions and Strategic Alliances
- Porter M. E. [1980]: Competitive Strategy. The Free Press
- Rossi S., Volpin P. [2001]: The Governance Motive in Cross-Border Mergers and Acquisitions. Institute of Finance and Accounting, London Business School
- Ramanathan R. [2003]: Bevezetés az ökonometriába alkalmazásokkal. Panem. Budapest. 2003.
- Ravenscraft DJ., Scherer FM. [1987]: Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency. The Brookings Institution. Washington DC.
- Raynaud M. [1991]: Confusions and Acquisitions: Post-merger culture shock and some remedies. Acquisitions Monthly November 1991, UK.
- Rock/Rock/Sikora. [1994]: The Mergers & Acquisitions handbook, 1994.
- Sauvant K. P. [2000]: Survival in global business arena is key driver of cross-border mergers and acquisitions boom. UNCTAD Division on Investment, Technology and Enterprise Development.
- Säntti R. [2001]: How Cultures Interact in an International Merger. University of Tampere, Acta 819, Tampere, Finland 2001.
- Simon M. R. [2000]: Exchange rates and the Effects on Cross Border Deals. M&A Insider, Winter 2000-2001 Vol. 6. No. 4. pp. 1-3.
-

-
- Sirower M. L. [1999]: The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game. The Quarterly Journal of Austrian Economics. Vol. 2. no. 1, 1999, pp. 85-86.
- Scheibelhoffer M. [2002]: Global M&A bumping along the bottom? KPMG Media release, Budapest.
- Skredderberget O. [2000]: Successfully Negotiating Cross-Border Transactions. M&A Insider, Winter 2000 Vol. 6. No. 1. pp. 2-3.
- Sulok Z. [2001]: Fúziók és felvásárlások Magyarországon. Vezetéstudomány 2001. 32. évf. 2. köt. 11. sz. pp. 42-49.
- Sweeney P., Stewart P. (2000). MBO – Control Your Own Destiny. M&A Insider, Summer 2000 Vol. 6. No. 2. pp. 1-3.
- Tari E. [1998]: Stratégiai szövetségek az üzleti világban. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó Budapest,
- Tari E. [2003]: A Renault-Nissan "házasság" - stratégiai szövetség, vállalatfelvásárlás vagy részleges fúzió? Vezetéstudomány 2003. 34. évf. 1.köt. 4. sz. pp. 28-46.
- Tetenbaum T. J. [1999]: Beating the Odds of Merger & Acquisition Failure: Seven Key Practices That Improve the Chance for Expected Integration and Synergies. Organizational Dynamics Autumn 1999 pp. 22-34.
- The Editor. [2001]: The Merger and Acquisition Market After 9/11/01. M&A Insider, Winter 2001-2002 Vol. 7. No. 4.
- Tompá T., Lemák G., Sulok Z. [2001]: Fúziók és felvásárlások: A vállalategyesítések Magyarországon is folytatódnak. Cégvezetés 2001. 9. évf. 2. köt. 6. sz. pp. 94-99.
- Tóth K. [1999]: Kettőről az egyre: Összeolvadások és szinergia Vezetéstudomány 1999. 30. évf. 1. köt. 1999. 30. évf. 2. sz.
- Tóth K. [2002]: Szinergia és valóság: A felvásárlások vezetésének hatása a szinergiák realizálására. Ph.D. tézisjavaslat, BKÁE Gazdálkodástani Ph.D. program, Budapest, Kézirat
- Tóth K. [2004]: Szinergia és valóság: A felvásárlások vezetésének hatása a szinergiák realizálására. Ph.D. értekezés, BKÁE Gazdálkodástani Ph.D. program, Budapest, Kézirat
-

-
- UNCTAD. [2000]: World Investment Report 2000, Cross-border Mergers and Acquisitions and Development. United Nations, New York.
- UNCTAD. [2001]: World Investment Report 2001, Promotink Linkages. United Nations, New York.
- UNCTAD. [2002]: World Investment Report 2002, Transnational Corporations and Export Competitiveness. United Nations, New York.
- UNCTAD. [2003]: World Investment Report 2003, FDI Policies for Development: National and International Perspectives. United Nations, New York.
- UNCTAD. [2004]: World Investment Report 2004, The Shift Towards Services. United Nations, New York.
- UNCTAD. [2005]: World Investment Report 2005, Transnational Corporations and the Internationalization of R&D, New York.
- Unlocking...[1999]: Unlocking shareholder value. KPMG research
- Vaara E. [1999]: Cultural Differences and Post-merger problems, Misconceptions and cognitive simplifications. Nordiske Organisationsstudier. 1999. 1(2) pp. 59-88.
- Vékás I. [1996]: Finanszírozás gazdaságtan. Aula Kiadó Budapest 1996.
- Virág M. [1996]: Pénzügyi elemzés csődelőrejelzés. Kossuth Könyvkiadó, Budapest 1996.
- Webster G. H. [2000]: Strategic Alliances előadás prezentáció

20. BIBLIOGRÁFIA

- Agrawal et al. [1992]: The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 4, pp. 1605-1621.
- Andrade G., Mitchell M., Stafford E. [2001]: New Evidence and Perspective on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*. 15, pp. 103-120.
- Ansoff I. H. [1965]: Corporate strategy. An analytic approach to business policy for growth and expansion. McGraw-Hill, New York.
- Cartwright S., Cooper C.L. [1996]: Managing Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances: Integrating people and Cultures. 1996 Butterworth Heinemann.
- Chatterjee S. [1986]: Types of synergy and economic value. The impact of acquisition on merging and rival firms. *Strategic Management Journal* 7(2) pp. 119-139.
- De et al. [1996]: Effects of Competition on Bidder Returns. *Journal of Corporate Finance*, Vol 2, pp. 261-282.
- Dewenter K.L. [1995a]: Does the Market React Differently to Domestic and Foreign Takeover Announcements? Evidence from the U.S. Chemical and Retail Industries. *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 421-441.
- Dewenter K.L. [1995b]: Do Exchange rate Changes Drive Foreign Investment in US. *Journal of Business*, Vol. 68, No. 3, pp. 405-433.
- Franks et al. [1988]: Means of Payment in Takeovers: Results for the UK and US, in Auerbach A. J. (ed.) *Corporate Takeovers: Causes & Consequences*. University of Chicago Press, Chicago, pp. 221-263.
- Franks J. R., Harris R. S. [1989]: Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers – The UK experience 1955-1985. *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, pp. 225-249.
- Gaughan P. A. [1996]: Mergers, acquisitions, and corporate restructuring. John Wiley & Sons. New York.

-
- Haleblian J., Finkelstein S. . [1999]: The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 44, pp. 29-56.
- Hayward MLA., Hambrick DC. [1997]: Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly* Vol. 42. pp. 103-127.
- Higson C., Elliot J. [1998]: Post-Takeover Return: The UK Evidence. *Journal of Empirical Finance*, Vol. 5, pp. 27-46.
- Jansen, S. A., Pohlmann N. . [2000]: Herausforderungen und Zumutungen: Das Human Resource Management bei Firmenzusammenschlüssen, *Personalführung* 2/2000, pp. 30-39.
- Kaplan S.N., Weisback M.S. [1992]: The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures, *Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 1, pp. 107-138.
- Larsson R. [1989]: Organisational integration of M&A. A case survey of Realisation of Synergy Potentials. Lund University Press.
- Limmack R. J. [1991]: Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects: 1977-1986. *Accounting and Business Research*, Vol. 21, No. 83, pp. 239-251.
- Loughran T., Vijh A.M. [1997]: Do Long-run Shareholders Benefit from Corporate acquisitions? *Journal of Finance*, LII, no. 5 pp. 1765-1790.
- Lubatkin M. [1983]: Mergers and the performance of the acquiring firm. *Academy of Management Review*, Vol. 8 No. 2, pp. 218-225.
- Michel A., Shaked I. [1986]: Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: Financial Performance and Characteristics. *Journal of International Business Studies*, Vol. 17, pp. 89-100.
- Salter M. S., Weinhold W. A. [1979]: Diversification trough acquisition: Strategies for creating economic value. The Free Press, New York.
- Servaes H. [1991]: Tobin's Q and the Gains from Takeovers. *Journal of Finance*, Vol. LXVI, No. 1, pp. 409-419.
- Sirower ML. [1997]: The synergy trap: How companies lose the acquisition game. The Free Press, New York.
- Song K.P. [1993]: Value Creation in Cross-Border Acquisitions, Ph.D. Thesis, University of Houston.
-

-
- Stulz et al. [1990]: The Distribution of Target Ownership and the Distribution of Gains in Successful Takeovers. *Journal of Finance*, Vol. XLV, No. 3, pp. 817-833.
- Sundarsanam et al. [1996]: Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership Structure. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 23, No. 5-6, pp. 673-698.
- Swenson D.L. [1993]: Foreign Mergers and Acquisitions in the United States, in Froot K.A. (ed.) *Foreign Direct Investment*, University of Chicago Press, pp. 255-281.
- Travlos N. [1987]: Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firm's Stock Returns. *Journal of Finance* Vol. XLII, No. 4, pp. 943-963.
- Vaara E. [1995]: *Making of Success and Failure in Mergers and Acquisitions*. 1995.
- Wansley et al. [1983] Shareholder Returns to USA Acquired Firms and Domestic Acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 10, No. 4, pp. 647-656.

20.1 M&A tranzakciók felvásárló vállalatainak tulajdonosai által realizált nulla illetve pozitív hozamot kimutató tanulmányok

- Asquith P. [1983]: Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns. *Journal of Financial Economics*, 11, No.1, April pp. 51-83.
- Asquith P., Bruner R., Mullins D. Jr. [1983]: The Gains to Bidding Firms From Merger. *Journal of Financial Economics*, 11 No. 1, April, pp. 121-139.
- Bradley M. . [1980]: Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control. *Journal of Business* 53, No. 4, October pp. 345-376.
- Bradley M., Desai A. Kim. E.H. [1982]: Specialized Resources and Competition in the Market for Corporate Control. Working paper, Ann Arbor MI, University of Michigan, 1982.
- Bradley M., Desai A., Kim E.H. [1988]: Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and

-
- Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 21, No. 1, May pp. 3-40.
- Dennis D., McConnell J. [1986]: Corporate mergers and security returns. *Journal of Financial Economics*, Vol. 16. No. 2, pp. 143-187.
- Dodd P., Ruback R. [1977]: Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No. 3, pp. 351-374.
- Eckbo B.E. [1983]: Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics* Vol. 11. No. 1-4, pp. 241-274.
- Eckbo E., Thorburn K. [2000]: Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35. No. 1. pp. 1-25.
- Jarrell G., Bradley M. [1980]: The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers. *Journal of Law and Economics*, Vol. 23. No. 2. pp. 371-407.
- Jarrell, G., Brickley J., Netter J. [1980]: The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2. No. 2. pp. 49-68.
- Jarrell G., Poulsen A. [1989]: The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades. *Financial Management*, Vol. 18. No. 3. pp. 12-19.
- Kohers N., Kohers T. [2000]: The Value Creation Potential of High-Tech Mergers. *Financial Analysts Journal* Vol. 53. No. 3. pp. 40-48.
- Kummer D., Hoffmeister R. [1978]: Valuation consequences of cash tender offers. *Journal of Finance*, Vol. 33. No. 2. pp. 505-516.
- Lang, L., Stulz R., Walkling R. [1989]: Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers. *Journal of Financial Economics* Vol. 24. No. 1. pp. 137-154.
- Leeth, J., Borg J.R. [2000]: The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth During the 1920s Merger Wave. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35. No. 2. pp. 217-238.

-
- Loderer C., Martin K. [1990]: Corporate Acquisitions by Listed Firms: The Experience of a Comprehensive Sample. *Financial Management*, Vol. 19. No. 4. pp. 17-33.
- Lyrroudi K., Lazaridis J., Subeniotis D. [1999]: Impact of International Mergers and Acquisitions on Shareholder's Wealth: A European Perspective. *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol. 12. No. 1. pp. 1-14.
- Malatesta P., [1983]: The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of Financial Economics* Vol. 11. No. 1-4. pp. 155-181.
- Maquieria C., Megginson W., Nail L. [1998]: Wealth Creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers. *Journal of Financial Economics*, Vol. 48. No. 1. pp. 3-33.
- Mulherin J.H., Boone A.L. [2000]: Comparing Acquisitions and Divestitures. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6. pp. 117-139.
- Schwert G.W. [1996]: Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, Vol. 41. No. 2. pp. 153-162.
- Smith R., Kim J. [1994]: The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns. *Journal of Business*, Vol. 67. No. 2. pp. 281-310.
- Wier P. [1983]: The Costs of Antimerger Lawsuits: Evidence from the Stock Market. *Journal of Financial Economics* Vol. 11. No. 1-4. pp. 207-225.

20.2 M&A tranzakciók felvásárló vállalatainak tulajdonosai által realizált negatív hozamot kimutató tanulmányok

- Asquith P., Bruner R., Mullins D. [1987]: Merger Returns and the Form of Financing. *Proceedings of the Seminar on the Analysis of Security Prices* Vol. 34. No. 1. pp. 115-146.
- Berkovitch E., Narayanan M.P. [1993]: Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28. No. 3. pp. 347-362.

-
- Byrd J., K. Hickman. [1992]: Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence From Tender Offer Bids, *Journal of Financial Economics*, 32 (No. 2 October 1992): 195-214.
- DeLong G., [2001]: Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers, *Journal of Financial Economics*, 59 (No. 2, February 2001) 221-252.
- Dodd P. [1980]: Merger proposals, management discretion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics* Vol. 8. No. 2. pp. 105-138.
- Eckbo E., Thorburn K. [2000]: Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35. No. 1. pp. 1-25.
- Franks J., Harris R., Titman S. [1991]: The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, Vol. 29. No. 1. pp. 81-96.
- Healy P., Palepu K., Ruback R. [1992]: Does Corporate Performance Improve After Mergers? *Journal of Financial Economics*, Vol. 31. No. 2. pp. 135-175.
- Houston J., James C., Ryngaert M. [2001]: Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, Vol. 60. No. 2/3. pp. 285-331.
- Kaplan S., Weisbach M. [1992]: The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures. *Journal of Finance*, Vol. 47. No. 1. pp. 107-138.
- Langetieg T. [1978]: An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholders Gains from Merger. *Journal of Financial Economics* Vol. 6. No. 4. pp. 365-384.
- Mitchell M.L., Stafford E. [2000]: Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance. *Journal of Business*, Vol. 73. No. 3. pp. 287-329.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R. [1990]: Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *Journal of Finance*, Vol. 45. No. 1. pp. 31-48.
- Mulherin J.H., Boone A.L. [2000]: Comparing Acquisitions and Divestitures. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6. pp. 117-139.
-

-
- Servaes H. [1991]: Tobin's Q and the Gains from Takeovers. *Journal of Finance*, Vol. 46. No. 1. pp. 409-419.
- Varaiya N., Ferris K. [1987]: Overpaying in Corporate Takeover: The Winner's Curse. *Financial Analysts Journal*, Vol. 43. No. 3. pp. 64-70.
- Walker M. [2000]: Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-firm Shareholder Wealth. *Financial Management*, Vol. 29. No. 1. pp. 53-66.

20.3 LBO M&A tranzakciók teljesítményét elemző tanulmányok

- Andrade G., S. Kaplan. [1998]: How Costly is Financial (Non-Economic) Distress? Evidence From Highly Leveraged Transactions that Became Distressed. *Journal of Finance*, Vol. 53. No. 5. pp. 1443-1493.
- Kaplan S., [1989]: Campeau's Acquisition of Federated: Value Destroyed or Value Added. *Journal of Financial Economics* Vol. 25. No. 2. pp. 191-212.
- Muscarella C., Vetsuypens M. [1990]: Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs. *Journal of Finance*, Vol. 45. No. 5. pp. 1389-1413.
- Opler T. [1992]: Operating Performance in Leveraged Buyouts: Evidence from 1985-1989. *Financial Management*, Vol. 21. No. 1. pp. 27-34.
- Smith A. [1990]: Corporate Ownership Structure and Performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27. No. 1. pp. 143-164.

20.4 M&A tranzakciók célvállalat tulajdonosainak hozamát elemző tanulmányok

- Berkovitch E., M.P. Narayanan. [1993]: Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28. No. 3. pp. 347-362.
- Bradley M., Desai A., Kim E.H. [1988]: Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and

-
- Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, Vol. 21. No. 1. pp. 3-40.
- DeLong G. [2001]: Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers. *Journal of Financial Economics*, Vol. 59. No. 2. pp. 221-252.
- Dennis D., McConnell J. [1986]: Corporate mergers and security returns. *Journal of Financial Economics*, Vol. 16. No. 2. pp. 143-187.
- Eckbo E., Thorburn K. [2000]: Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35. No. 1. pp. 1-25.
- Franks J., Harris R., Titman S. [1991]: The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, Vol.29. No. 1. pp. 81-96.
- Healy P., Palepu K., Ruback R. [1992]: Does Corporate Performance Improve After Mergers? *Journal of Financial Economics*, Vol. 31. No. 2. pp. 135-175.
- Houston J., James C., Ryngaert M. [2001]: Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, Vol. 60. No. 2/3. pp. 285-331.
- Jarrell G., Poulsen A. [1989]: The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades. *Financial Management*, Vol. 18. No. 3. pp. 12-19.
- Kaplan S., Weisbach M. [1992]: The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures. *Journal of Finance*, Vol. 47. No. 1. pp. 107-138.
- Lang L., Stulz R., Walkling R. [1989]: Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers. *Journal of Financial Economics*, Vol. 24. No. 1. pp. 137-154.
- Langetieg T. [1978]: An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholders Gains from Merger. *Journal of Financial Economics*, Vol. 6. No. 4. pp. 365-384.
- Leeth J., Borg J.R. [2000]: The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth During the 1920s Merger Wave. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35. No. 2. pp. 217-238.
-

-
- Loughran T., Vijh A. [1997]: Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions? *Journal of Finance*, Vol. 52. No. 5. pp. 1765-1790.
- Maquieria C., Megginson W., Nail L. [1998]: Wealth Creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers. *Journal of Financial Economics*, Vol. 48. No. 1. pp. 3-33.
- Mulherin J.H., Boone A.L. [2000]: Comparing Acquisitions and Divestitures. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6. pp. 117-139.
- Mulherin H. [2000]: Incomplete Acquisitions and Organizational Efficiency. Working paper State College, PA: Penn State, 2000.
- Servaes H. [1991]: Tobin's Q and the Gains from Takeovers. *Journal of Finance*, Vol. 46. No. 1. pp. 409-419.
- Schwert G.W. [1996]: Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, Vol. 41. No. 2. pp. 153-162.
- Smith R., Kim J. [1994]: The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns. *Journal of Business*, Vol. 67 No. 2. pp. 281-310.

20.5 M&A tranzakciók felvásárló vállalatok tulajdonosainak hosszú távú hozamát vizsgáló tanulmányok

- Agrawal A., Jaffe J., Mandelker G. [1992]: The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *Journal of Finance*, Vol. 47. No. 4. pp. 1605-1621.
- Asquith P. [1983]: Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns. *Journal of Financial Economics*, Vol. 11. No. 1. pp. 51-83.
- Bradley M., Desai A., Kim E.H. [1983]: The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? *Journal of Financial Economics*, Vol. 11. No. 1-4. pp. 183-206.
- Dodd P., Ruback R. [1977]: Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5. No. 3. pp. 351-374.

-
- Gregory A. [1997]: An Examination of the Long Run Performance of U.K. Acquiring Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 24. No. 7/8. pp. 971-1002.
- Langetieg T. [1978]: An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholders Gains from Merger. *Journal of Financial Economics*, Vol. 6. No. 4. pp. 365-384.
- Loderer C., Martin K. [1992]: Postacquisition Performance of Acquiring Firms. *Financial Management*, Vol. 21. No. 3. pp. 69-79.
- Loughran T., Vijh A. [1997]: Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions? *Journal of Finance*, Vol. 52. No. 5. pp. 1765-1790.
- Malatesta P. [1983]: The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of Financial Economics*, Vol. 11. No. 1-4. pp. 155-181.
- Mandelker G. [1974]: Risk and Return: The Case of Merging Firms. *Journal of Financial Economics*, Vol. 1. No. 4. pp. 303-335.
- Rau R.P., Vermaelen T. [1998]: Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*. Vol. 49. No. 2. pp. 223-253.

Statisztikai kifejezések szótára

adjusted R-squared	módosított R-négyzet
canonical discriminant function	kanonikus diszkriminancia függvény
coefficients	koefficiensek
classification results	besorolás eredményei
coefficient	koefficiens
communalities	kommunalitások
correlation	korreláció
cumulative	kumulált
dependent	függő
eigenvalues	sajátérték
explain	megmagyarázni
extraction	előállítás
factor	faktor
factor analysis	faktor analízis
factor matrix	faktor mátrix
first-order autocorr. Coeff.	első rendű autokorreláció
	koefficiense
function at group centroid	függvényértékek a csoport központokban
goodness-of-fit test	illeszkedés jóságának tesztje
independent	független
initial	kezdeti
mean	átlag
model selection statistics	modell szelekciós statisztika
OLS	LNМ - legkisebb négyzetek módszere
rotated factor matrix	rotált faktor mátrix
standardized canonical discriminant function coefficients	standardizált kanonikus diszkriminancia függvény koefficiensek
stderror	standard hiba
structure matrix	struktúra mátrix
t stat	t próba
total	teljes
unadjusted R-squared	R-négyzet
variable	változó
variance	szórásnégyzet

A disszertáció témájában megjelent fontosabb saját publikációk

- Balogh Cs. [2004]: Magyar vállalatok határon túli akvizíciós és fúziós tevékenysége. In: Gazdasági szerkezet és versenyképesség az EU csatlakozás után. MTA VIII Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia 2004. október 21-22. Pécs. 187-192. old.
- Balogh Cs. [2004]: Transznacionális vállalatok határon túli akvizícióinak és fúzióinak környezeti hatásai. Tér és Társadalom XVIII. évf. 2004. 2.sz. 95-106. old.
- Balogh Cs. [2004]: A siker elemzése a vállalatok akvizíciós és fúziós tranzakcióinál. Vezetéstudomány, XXXV. évf. 2004. 12. sz. 81-86. old.
- Balogh Cs. [2004]: Ipari terek és vállalkozások. Gazdasági szolgáltatások. In: A Kárpát-Medence Régiói. Dél-Szlovákia. Szerk.: Horváth Gyula. MTA Regionális Kutatások Központja. Dialóg Campus Kiadó. Budapest-Pécs 2004. 339-372. old.
- Balogh Cs. [2004]: Határon túli akvizíciók és fúziók a globalizáció tükrében. In: A globalizáció hatása a hazai és a nemzetközi társadalmi-gazdasági folyamatokra. A BME Műszaki Menedzsment Gazdálkodás- és Szervezéstudományi Doktori Iskola I. országos konferenciájának konferencia előadásai. Budapest 2004. november 9. 7-13. old.
- Balogh Cs. [2004]: Az adórendszerek változásainak hatásai a V4-ek országaiba irányuló közvetlen külföldi tőkebefektetésekre. In: Fiatal regionalisták IV. országos konferenciája. 2. szekció: A vállalati magatartás és a globalizációs kihívások. Pénzügy, adórendszer alszekció. Konferencia CD. Széchenyi István Egyetem Multidiszciplináris Társadalomtudományi Doktori Iskola. Győr 2004. november 13-14.
<http://rs1.szif.hu/~pmark/publikacio/Netware/baloghcs.doc>
- Balogh Cs. [2004]: Határon túli akvizíciós-fúziós folyamatok és mozgatórugói Pénzügyek és globalizáció. Konferencia CD. Szegedi Tudományegyetem, Szeged 2004. november 9.